

## ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE LA FUNCIÓN (LA UTILIDAD) DEL CAPITAL SOCIAL COMO TÉCNICA DE PROTECCIÓN DE LOS ACREEDORES

Carmen ALONSO LEDESMA

Catedrática de Derecho Mercantil  
Universidad Complutense

**SUMARIO:** I. INTRODUCCIÓN.—II. LA CRISIS DEL CAPITAL SOCIAL COMO INSTRUMENTO DE PROTECCIÓN DE LOS ACREEDORES.—1. La concepción tradicional del capital social.—2. La discutida función de garantía del capital social.—A) Rigidez normativa.—B) Capital mínimo.—C) La distribución de beneficios.—III. EL SISTEMA NORTEAMERICANO COMO ALTERNATIVA.—1. El abandono del *legal capital* en el RMBCA y conceptos relacionados.—2. La protección de los acreedores al margen del capital social.—A) Los test de solvencia y los ratios financieros.—B) La autoprotección de los acreedores: los *financial covenants*.—C) Tutela de los acreedores a través del Derecho concursal: *fraudulent conveyance* y *equitable subordination*.—D) Otros medios de tutela.—IV. REFLEXIONES CRÍTICAS: ¿DEBE SER ABOLIDO EL SISTEMA DEL «LEGAL CAPITAL» EN EUROPA?—1. Normas imperativas vs. normas dispositivas o contractuales.—2. Capital social vs. test de solvencia.—3. Capital social vs. Derecho concursal.—V. CONCLUSIONES.

### I. INTRODUCCIÓN

Las normas que disciplinan al capital social han sido objeto de una atención especial en los recientes debates que sobre la modernización del Derecho de sociedades se vienen manteniendo en Europa, alzándose el instituto del capital como una de las cuestiones más controvertidas que en el presente tiene planteada la reforma de la legislación societaria europea. Y es que habiéndose cumplido el calendario propuesto en el Informe Winter en relación con las reformas a realizar a corto plazo en la Segunda Directiva<sup>1</sup> para flexibilizar el rígido régimen del capital social contenido

<sup>1</sup> Con fecha 21 de septiembre de 2004 la Comisión presentó una Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo (COM 2004, final) para la modificación de la Segunda Directiva 77/91/CEE del Con-

en ella, se despliega ahora en toda su amplitud el interrogante acerca de cuál debe ser el camino a seguir en el futuro para mejorar la eficiencia y competitividad de las sociedades europeas: si sustituir el sistema del *legal capital* tradicional contenido en la Segunda Directiva por otro u otros alternativos, aunque sea de forma facultativa para los Estados miembros, como se propuso por los integrantes del High Level Group<sup>2</sup>, o, contrariamente, mantenerlo pero aligerado de aquellos elementos que dificultan la actuación eficiente de las sociedades y generan unos costes innecesarios<sup>3</sup>, con lo que se mejoraría su competitividad en el marco de una economía globalizada.

Dos circunstancias más han contribuido a intensificar el debate existente sobre esta materia con opiniones diversas a favor y en contra de la abolición del capital social<sup>4</sup>. De una parte, las decisiones del Tribunal de Justicia Europeo, que al supedi-

sejo, de 13 de diciembre de 1976, relativa a la constitución de la sociedad anónima, así como a la estabilidad y modificaciones de su capital. Con esta propuesta modificativa se daba cumplimiento a una de las actuaciones a desarrollar por la Comisión a corto plazo (2003-2005), siguiendo el Plan de acción diseñado para la modernización del Derecho de sociedades y la mejora del gobierno corporativo plasmado en la Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo del año 2003 (*Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A plan to Move Forward*, COM 2003, 284 final) con el objetivo de procurar un marco más moderno y dinámico para que las empresas europeas pudieran mejorar su eficiencia y competitividad en un mercado crecientemente globalizado pero, al mismo tiempo, sin merma de la protección de los derechos de los accionistas y de los terceros. Con ello se pusieron en práctica algunas de las sugerencias y recomendaciones contenidas en el *Report of the High Level Group of Company Law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe*, de 4 de noviembre de 2002, que, en lo que a la modificación de la Segunda Directiva se refiere, recogía, a su vez, las recomendaciones del Grupo de Trabajo de la IV Iniciativa SLIM (Informe de la Comisión al Parlamento y al Consejo - Resultados de la IV fase del SLIM —*Simpler Legislation for Internal Market*—, de fecha 4-2-2000, COM 2000, 56 final y SLIM Group's Final Proposals de 1999, COM XV/6037/99, para la simplificación de la legislación del mercado interior. La modificación de la Segunda Directiva, finalmente, se ha llevado a efecto con la aprobación de la Directiva 2006/68/CE del Parlamento europeo y del Consejo de 6 de septiembre de 2006, L 264/32 de 25 de septiembre de 2006).

<sup>2</sup> La búsqueda de un sistema alternativo al régimen actual del capital no se prevé en el Informe Winter para sustituir de forma obligatoria al mismo, sino como una posibilidad ofrecida a los Estados miembros para que sus sociedades pudieran acogerse al nuevo sistema que se estableciera (*vid. cap. IV, p. 87*).

<sup>3</sup> La Comisión Europea ha encargado a la consultora KPGM en julio de 2006 la realización de un estudio «sobre la viabilidad de una solución alternativa al régimen del mantenimiento del capital» tal y como se propuso en el Informe Winter. Y ello por considerar que «antes de decidir la introducción de un nuevo régimen que se aleje radicalmente del actual de mantenimiento del capital establecido por la Segunda Directiva hay que estudiar de manera más profunda las características exactas del régimen alternativo considerado y apreciar mejor su capacidad para proteger eficazmente a accionistas y terceros» y, sobre todo, los costes económicos, que supondría la adopción de un posible sistema alternativo al *legal capital* para las sociedades europeas.

<sup>4</sup> En la actualidad el debate en Europa se mantiene, fundamentalmente, entre autores ingleses y alemanes. Los primeros, más inclinados hacia la desaparición del instituto del capital, y, los segundos, hacia su mantenimiento, aunque no han faltado tampoco destacados autores italianos y franceses que se han sumado a la discusión con importantes contribuciones en la materia. Uno de los primeros en poner de relieve las insuficiencias del instituto del capital social y realizar una crítica radical del instituto fue F. KÜBLER, en su temprano y conocido trabajo *Aktie, Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt*, Köln, 1989, y cuyas tesis han sido reproducidas posteriormente en «The Rules on Capital Under the Pressure of Securities Markets», en HOPT y WYMEERSCH (eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, 2003, pp. 95 y ss., y en «A Comparative Approach to Capital Maintenance: Germany», en *Eur. Bus. Law Rev.*, 2004, pp. 1031 y ss.; J. RICKFORD (ed.), «Reforming Capital: Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance», en *Eur. Bus. Law Rev.*, 2004, pp. 919 y ss.; en esta misma línea, ARMOUR, «Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Company Law», en *Modern Law Review*, 2000, pp. 355 y ss.; P. O. MÜLBERT y M. BIRKE, «Legal Capital - Is There a Case Against the European Legal Capital Rules?», en (3) *EBOR*, 2002, pp. 695 y ss.; abogando por la desaparición del instituto en la Segunda Directiva, así como otras normas existentes en los Estados miembros no impuestas por aquella, L. ENRIQUES y J. MACEY, «Creditors versus capital formation: The case against the european legal capital rules», en *Cornell Law Rev.*, 2001, pp. 1165 y ss., luego reproducido en «Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale», en *Riv. Soc.*, 2002, pp. 78 y ss.; ÍDEM,

tar el régimen del capital a la libertad de establecimiento (caso *Centros*, posteriormente confirmada en los casos *Übersering e Inspire Art*), han dejado expedita la vía para la competencia entre ordenamientos, como se está demostrando por el hecho de que las empresas societarias, cada día en mayor número, buscan constituirse en aquellos ordenamientos que, como el del Reino Unido, tienen un sistema más permisivo, al no existir requerimientos de capital para las *private limited companies*, lo que está actuando como un ariete para el derribo del concepto de capital establecido en la Segunda Directiva<sup>5</sup>.

De otra, la implantación de las Normas Internacionales de Contabilidad y de Información Financiera (NIC/NIIF). Tales normas, al responder a una concepción más dinámica de la contabilidad que el tradicional sistema de la Europa continental, ponen en cuestión la propia función del capital social. Basta con recordar que la adopción del «valor razonable» (*fair value*), o valor de mercado, conforme al cual han de valorarse los activos, incide decisivamente en la obtención del resultado contable de las sociedades y, por ende, en el reparto de beneficios. Mientras que con los criterios de valoración tradicionales inspirados por el principio de prudencia valorativa (basado, entre otros, en el de valoración al coste histórico), se permitía la formación de reservas tácitas y, como tales, no repartibles, con la adopción del criterio del *fair value* es necesario recoger la pérdida o la ganancia surgida de dicha valoración en el resultado del ejercicio, lo que, en principio, permitiría repartir la plusvalía generada<sup>6</sup>, con

«Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza», en *Giur. Comm.*, 2005, I, pp. 607 y ss.; E. FERRÁN, «The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union», en *ECGI Law Working Paper*, núm. 51, 2005, disponible en SSRN; pero no ha sido hasta fechas recientes cuando un número importante de autores alemanes se ha sumado a la polémica, sea compartiendo las críticas dirigidas al instituto del capital social, o sea defendiendo su mantenimiento o, a lo sumo, admitiendo la posibilidad de su modificación. Pueden consultarse, entre otros, SCHÖN, «Wer schutzt den Kapitalschutz?», en *ZHR*, 2002, pp. 1 y ss.; ÍDEM, «The Future of Legal Capital», en *EBOR* (5), 2002, pp. 429 y ss.; P. O. MÜLBERT, «A Synthetic View of Different Concepts of Creditor Protection, or: A High-Level Framework for Corporate Creditor Protection», en *EBOR* (7), 2006, pp. 357 y ss.; H. MERKT, «Creditor Protection and Capital Maintenance from a German Perspective», en *EBLR*, 2004, pp. 1045 y ss.; entre los autores franceses son de destacar los trabajos del coloquio celebrado en octubre de 2003 sobre la materia recogidos en A. COURET y H. LE NABASQUE (dirs.), *Quel avenir pour le capital social?*, Paris, Dalloz, 2004. Entre los italianos, DENOZZA, «A che serve il capitale? (Piccole glosse a L. Enriques-J.R. Macey)», *Giur. Comm.*, 2002, I, pp. 585 y ss.; ÍDEM, «Different Policies for Corporate Creditor Protection», en *EBOR* (7), 2006, pp. 409 y ss.; M. MIOLA, «Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma nel diritto europeo delle società di capitali», en *Riv. Soc.*, 2005, pp. 1199 y ss., publicado anteriormente como «Legal Capital and Limited Liability Companies: the European Perspective», en *ECFR*, 4/2005, pp. 413 y ss.; G. B. PORTALE, «Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata», en COLOMBO y PORTALE (dirs.), *Trattato delle Società per azioni*, Torino, Utet, 2004, pp. 3 y ss.; un estudio comparado puede verse en G. HERTIG y H. KANDA, «Creditor Protection», en *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Oxford, Oxford Univ. Press, 2005, pp. 71 y ss.

<sup>5</sup> En los últimos años el número de sociedades que han decidido constituirse en el Reino Unido sin tener ninguna relación con el país se ha incrementado de forma notable, habiendo pasado en poco tiempo de 3.000 al año a casi 20.000 (vid. G. ROSSI, «Dalla Compagnia delle Indie al Sabarnes-Oxley Act», en *Riv. Soc.*, 2006, pp. 890 y ss.), y ello porque las normas sobre las *private companies* son bastante más permisivas que las existentes en la Europa continental: carecen de la exigencia de capital y, en consecuencia, es posible realizar más operaciones de financiación y de forma más fácil que en los ordenamientos continentales. Vid. J. ARMOUR, «Who Should Make Corporate Law: EC Legislation versus Regulatory Competition», en *Current Legal Problems*, 2005, pp. 369 y ss., pero 385-386.

<sup>6</sup> Aunque las NIC/NIIF sólo son obligatorias para los grupos de sociedades cotizadas que deben presentar cuentas consolidadas, pueden ser también extendidas a las sociedades individuales, ya que conforme a lo dispuesto en el art. 5 del Reglamento (CE) 1606/2002 del Parlamento europeo y del Consejo, de 19 de julio de 2002, sobre la aplicación de las normas internacionales de contabilidad, los Estados miembros quedan en libertad para exigir en su legislación nacional que las sociedades presenten sus cuentas con arreglo a aquellas normas.

lo que se reduce la fiabilidad del capital social para verificar la situación patrimonial de la sociedad<sup>7</sup>.

Entre los sistemas alternativos al del capital social actualmente vigente en la Unión Europea, a los que constantemente se hace referencia, está el norteamericano. Y es que, desde que en 1975 el Código de California abandonara definitivamente el sistema del *legal capital* y, posteriormente, en 1983 lo hiciera el *Revised Model Business Corporations Act* (en adelante RMBCA)<sup>8</sup>, y, siguiendo su estela, la mayoría de los estados norteamericanos, han sido muchas las miradas que se han dirigido desde Europa hacia ese sistema, considerando que esa era la orientación a seguir. Esta influencia norteamericana, que se hace sentir en todos los campos del Derecho de sociedades y no solamente en éste, resulta especialmente relevante en esta materia y aunque, ciertamente, esa influencia no es una cosa nueva, ya que, como ha sido recordado recientemente<sup>9</sup>, ya en 1931 HALLSTEIN señalaba que «la más prominente característica de los recientes desarrollos del derecho de sociedades en la Europa continental... es la fuerte intrusión de la línea de pensamiento anglo-americana»<sup>10</sup>, lo que sí es nuevo ahora es la cada vez mayor intensidad con que esa línea de pensamiento se manifiesta y, sobre todo, la firme adhesión que a la misma se realiza por amplios sectores de la doctrina europea<sup>11</sup>. Y a pesar de que no son aconsejables los trasplantes legales sin las correspondientes adaptaciones y matizaciones, es más que probable que la, cada vez más creciente, influencia del Derecho norteamericano en las sociedades europeas y en el derecho del mercado de capitales nos conduzca inevitablemente hacia un modelo semejante, si no idéntico.

En el presente trabajo no se pretende reproducir en su integridad el modelo (o modelos) norteamericano, ni siquiera analizar en profundidad algunos de los aspectos más destacados del mismo, sino de forma más modesta exponer el estado actual de la discusión que se mantiene en el seno de la Unión Europea y contribuir a la misma con unas breves reflexiones acerca de lo que, en términos generales, se considera que es una de las principales funciones asignadas al capital social: la protección de los acreedores sociales, al constituir el capital social (junto con las reservas indisponibles) el montante total de su garantía como contrapartida a la limitación de responsabilidad que corta toda referencia con el patrimonio particular de los socios. Para ello se examinarán algunos de los sustitutos funcionales del capital social empleados en el Derecho norteamericano para garantizar a los acreedores su satisfacción, comparando su mayor o menor eficacia tuitiva frente al tradicional instituto del capital social, dejando de lado otros medios también empleados con la misma finalidad en el ordenamiento norteamericano, así como aquellos otros aspectos del capital social que se refieren a su función organizativa en cuanto instrumento de medición de los derechos de los socios.

<sup>7</sup> MIOLA, «Il sistema del capitale sociale...», cit., p. 1219.

<sup>8</sup> Como se sabe, la *Model Business Corporation Act* es una ley modelo de derecho de sociedades elaborada por la *American Bar Association* (ABA), que es la que propone a los Estados integrarla en su legislación. Se adoptó en 1950 y, desde entonces, se han realizado diversas revisiones, la última en 1984 y a partir de la cual se le conoce con el nombre de *Revised Model Business Corporation Act*. Su influencia es notable y su contenido ha sido adoptado en numerosos Estados.

<sup>9</sup> K. HOPT, «Company Law, Modernization, Transatlantic Perspectives», en *Riv. Soc.*, 2006, pp. 906 y ss.

<sup>10</sup> W. HALLSTEIN, *Die Aktienrechte der Gegenwart*, Berlin, 1931, citado por K. HOPT, *vid.* nota anterior.

<sup>11</sup> *Vid.* autores citados en nota 4.

## II. LA CRISIS DEL CAPITAL SOCIAL COMO INSTRUMENTO DE PROTECCIÓN DE LOS ACREEDORES

### 1. La concepción tradicional del capital

El sistema del *legal capital* que, prácticamente desde finales del siglo XIX, se ha mantenido sin apenas variaciones en la Europa continental, resulta en la actualidad cuestionado desde distintos sectores, tanto económicos como jurídicos, por lo que no es exagerado afirmar que el instituto se encuentra en estos momentos sumido en una profunda crisis que puede hacer de él una reliquia destinada a formar parte de un museo arqueológico del Derecho societario<sup>12</sup>, dado el fuerte asedio al que se encuentra sometido en la actualidad.

En efecto, la concepción jurídica del capital social como cifra de responsabilidad frente a terceros, de carácter fijo y predeterminado estatutariamente en garantía de los acreedores, es la que, como es sobradamente conocido, se ha seguido hasta el presente en los distintos ordenamientos continentales, constituyendo la piedra angular sobre la que reposa el entero edificio de las sociedades de capital. Y esta concepción es la que se acogió en la Segunda Directiva (al menos en materia de sociedades anónimas, que son a las que alcanza la armonización), cuya estructura normativa está presidida por la preocupación de garantizar una correcta formación del patrimonio que sirve de respaldo a la cifra del capital social anotada en el pasivo del balance (cifra de retención sobre el movimiento patrimonial de la sociedad), tanto en el momento constitutivo de la sociedad como a lo largo de la vida de ésta.

Esta preocupación por la formación y mantenimiento del capital de la sociedad en garantía de socios y acreedores se plasma en el Derecho positivo de sociedades en numerosas normas cuya finalidad es, precisamente, procurar que esa cifra de responsabilidad en que se fija el capital responda a los fines de salvaguarda de los derechos de terceros que se le asigna. Así se expresa en los Considerandos de la Segunda Directiva, en los que se indica que con los preceptos en ella contenidos lo que se pretende es, de un lado, asegurar una equivalencia mínima en la protección de los accionistas y de los acreedores de la sociedad y, de otro, permitir que cualquier interesado pueda conocer las características esenciales de la sociedad y, en especial, la naturaleza exacta de su capital, mediante su plasmación en el acto constitutivo, y, para ello, se disponen una serie de normas tendentes a conseguir esos objetivos.

Tales normas conforman lo que la doctrina ha denominado «principios ordenadores o rectores del capital» que hacen referencia, fundamentalmente, a la integridad y realidad del capital social. A esa finalidad obedecen las exigencias de hacer figurar en el acto constitutivo o en los estatutos de la sociedad una cifra de capital mínimo y las normas sobre verificación del desembolso, mínimo o total, de las aportaciones dinerarias realizadas por los socios, sobre el control de la realidad y valoración de las aportaciones no dinerarias, así como del control también de las adquisiciones onerosas llevadas a cabo por la sociedad en un lapso temporal cercano

<sup>12</sup> SCHÖN, «The Future of Legal Capital», cit., p. 435.

a la fecha de constitución de la misma. Y a esa misma finalidad responden las normas que afectan a la alteración de esa cifra formal del capital social, sea para elevarlo o para disminuirlo. En el primer caso, porque se trata, igual que en el momento constitutivo, de asegurar que el incremento formal de la cifra del capital se corresponde con una efectiva aportación patrimonial a la sociedad; en el segundo, porque esa disminución de la cifra de capital puede suponer una devolución de aportaciones a los socios en detrimento de los derechos de los acreedores. Al tiempo que si el patrimonio desciende por debajo de un porcentaje determinado de la cifra de capital (normalmente un 50 por 100), rige la regla de «recapitalizar o liquidar».

Esta concepción tradicional del capital exige, asimismo, que las acciones mantengan un valor nominal, puesto que constituyen partes alícuotas del capital, y que no puedan emitirse acciones por debajo de ese valor, ya que de hacerse así no se produciría una correcta integración del capital y, como consecuencia, una correspondencia entre capital y patrimonio y, por eso mismo, se impide que las sociedades puedan, salvo dentro de los rigurosos límites fijados imperativamente, realizar negocios sobre sus propias acciones o prestar asistencia financiera para adquirirlas por un tercero. O repartir dividendos si no existe un beneficio efectivo y real de la sociedad constatado con arreglo al balance de ejercicio realizado bajo las premisas contables establecidas en la Cuarta Directiva.

Se trata, esencialmente, de un sistema de protección preventiva de los acreedores sociales o «ex ante», frente a otros sistemas jurídicos, como el norteamericano, en el que la tutela de los acreedores se realiza «ex post» a través, principalmente, de la exigencia de responsabilidad a los administradores en caso de insolvencia de la sociedad<sup>13</sup>.

## 2. La discutida función de garantía del capital social

### A) *La rigidez normativa*

Éste es, de manera sintéticamente expuesto, el sistema del *legal capital* cuya eficacia como mecanismo de protección de los acreedores ahora se cuestiona. Y es que aunque este sistema se ha venido considerando, desde una óptica de análisis comparado, que está orientado fundamentalmente a la protección de los acreedores, frente

<sup>13</sup> A esta diferencia entre los ordenamientos continentales y los anglosajones en punto a la protección de los acreedores, aludía ya en 1952, J. GIRÓN, *Derecho de Sociedades Anónimas*, Valladolid, 1952, p. 51, al señalar que: «El Derecho comparado ha destacado de distinta manera esta última función del capital. En el Derecho continental lo ha sido de una forma particularmente rigurosa. Las legislaciones cuentan con que los acreedores no han pensado para nada en los elementos personales de la S. A. para concederle crédito, y, en consecuencia, protegen a aquéllos con una técnica que estructura el capital en una forma extraordinariamente rígida que, en definitiva, persigue que nunca baje el patrimonio respecto de la cifra formal del capital. Por el contrario, manteniendo la principal función indicada, el Derecho inglés sigue una regulación más ágil, teniendo en consideración el que los acreedores han contado con la garantía de los administradores, a los cuales se da mayor libertad de movimientos, compensada con una publicidad rigurosa de éstos y fuerte responsabilidad. Inmediatamente salta a la vista que las dos orientaciones expuestas indican una distinta manera de afrontar el conflicto de intereses que supone, de un lado, la garantía de los acreedores y la necesidad de agilidad económica y financiera de la empresa».

a los sistemas angloamericanos más proclives a defender los intereses de los inversores<sup>14</sup>, cada día se alzan más voces críticas cuestionando la validez de esta «tradicional» visión del capital para desempeñar las funciones tuitivas que se le han asignado<sup>15</sup>, especialmente, a la vista de que tales funciones también pueden lograrse al margen del Derecho de sociedades por otros medios que se presumen más eficaces y menos costosos.

En este sentido, se ha afirmado que las normas que integran la disciplina del capital social son esencialmente formales y mecánicas en su aplicación, con bajos costes de información para aplicarlas y ejecutarlas, lo que explicaría porqué estas normas fueron especialmente importantes para la protección de los acreedores hace un siglo y porqué ahora han perdido gran parte de su funcionalidad<sup>16</sup> en favor de otros medios de protección que el ordenamiento jurídico pone a disposición de los acreedores. Por ello se insiste en la necesidad de abandonar el rígido sistema de garantías y cautelas establecido en la normativa comunitaria o, al menos, se reclama su flexibilización con la finalidad de ahorrar costes y tiempo permitiendo a las sociedades realizar operaciones beneficiosas para la sociedad que ahora se ven si no impedidas si, al menos, dificultadas.

De esta afirmación ya se desprende una de las críticas que con más insistencia se dirigen a la normativa europea y que es recurrente en Derecho de sociedades: la imperatividad normativa con que aparece disciplinada esta materia, lo que si bien es generalizable a todas las sociedades, se hace especialmente patente en las abiertas, que están sometidas al juicio y a la disciplina del mercado. Así, se ha señalado que las normas sobre el capital social «son costosas en términos de tiempo y de dinero»<sup>17</sup> y constituyen una «forma de tecnología regulatoria primitiva que, en realidad, es probable que genere más costes que beneficios»<sup>18</sup>.

Se trata, evidentemente, de una crítica intrínseca concerniente a los costes excesivos que estas normas pueden suponer para la sociedad, tanto en el momento constitutivo de la sociedad como a lo largo de la vida de la misma (valoración de aportaciones *in natura*, adquisiciones onerosas tras la constitución de la sociedad, derecho de oposición de los acreedores en caso de reducción del capital con devolución de aportaciones, restricciones impuestas a la adquisición de acciones propias, etc.)<sup>19</sup>, sin que, por lo demás, realmente reporten un beneficio para los acreedores superior al que se puede lograr por otros medios.

<sup>14</sup> El Derecho de sociedades continental intenta proteger de manera paritaria los intereses contrapuestos de los acreedores y de los socios. Sin embargo, como los acreedores son *outsiders* y tienen menos oportunidades de proteger sus propios intereses, es comúnmente aceptado que la balanza se inclina a favor de la tutela de los acreedores. Se percibe así a los ordenamientos continentales como *more friendly to creditors*, frente al sistema angloamericano, que es *more friendly to debtor*. Acerca de esta distinción, *vid.* G. HERTIG y H. KANDA, «Creditor Protection», cit., p. 78.

<sup>15</sup> Así, Informe Winter, cap. IV, p. 78. En la doctrina puede consultarse, entre otros muchos, J. ARMOUR, «Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Company Law?», cit., p. 355; P. O. MÜLBERT y M. BIRKE, «Legal Capital - Is There a Case against the European Legal Capital Rules?», cit., pp. 696 y ss.; E. FERRÁN, «The Place for Creditor Protection...», cit.; J. RICKFORD (ed.), «Reforming Capital: Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance», cit., pp. 919 y ss.

<sup>16</sup> G. HERTIG y H. KANDA, «Creditor Protection», cit., p. 83.

<sup>17</sup> L. ENRIQUES y J. MACEY, «Creditors versus capital formation...», cit., p. 1195.

<sup>18</sup> J. ARMOUR, «Legal capital: an outdated concept?», en (7) *EBOR*, 2006, p. 17.

Se considera, así, que la excesiva rigidez legal y la falta de discriminación entre sociedades al imponer las mismas medidas con alcance universal para todas ellas, con independencia de la actividad que desarrollen (lo que se conoce como *one-size-fits* o, lo que nosotros denominaríamos en términos coloquiales «café para todos»), no tienen en cuenta las características particulares de las sociedades destinatarias y, sobre todo, sus necesidades y nivel de riesgo. Ello se hace especialmente patente en el caso de las aportaciones, ya que la inadmisibilidad de la aportación de trabajo o de servicios impide o limita extraordinariamente la constitución de sociedades cuyo principal activo son los conocimientos y los servicios que pueden prestar sus miembros, como sucede con las tecnológicas, y, en el caso de aportaciones dinerarias, el no reconocimiento de la compensación de créditos como forma de aportación, sea en el momento constitutivo, o sea en los aumentos de capital, como sucede en algunos ordenamientos europeos<sup>20</sup>, supone igualmente una importante limitación para obtener financiación.

De esta forma, se dificulta extraordinariamente el acceso al mercado de nuevas sociedades potencialmente prósperas pero carentes del capital suficiente, o la realización de aumentos de capital por el incremento del coste de la emisión de acciones o, en definitiva, poder reaccionar a tiempo ante las cambiantes situaciones de mercado por la falta de flexibilidad, operaciones que, si existiera mayor ductilidad, es posible que pudieran hacerse, sin merma de protección alguna de los acreedores sociales, la cual podría alcanzarse por otras vías diferentes. Todo ello sitúa a los ordenamientos que adoptan el sistema del capital social en una significativa desventaja competitiva frente a aquellos que no establecen rígidos requisitos constitutivos para las sociedades o para realizar operaciones sobre el capital<sup>21</sup>. Se aboga, en consecuencia, por sustituir una normativa a la que se tacha de rudimentaria y obsoleta por una normativa flexible sustentada en las reglas de mercado.

## B) Capital mínimo

El capital mínimo ha sido presa fácil de las críticas, ya que, en términos generales, es más que dudoso que la exigencia de un capital mínimo sirva para proteger a los acreedores<sup>22</sup>, máxime en las sociedades cotizadas que acuden al ahorro público para su financiación y en las que más que la cifra de capital formal (que además es

<sup>19</sup> El sistema originario existente en la Segunda Directiva en materia de sociedades ha sido flexibilizado, en cierta medida, al reformarse dicha Directiva en consonancia con las propuestas del Grupo SLIM. *Vid.* nota 1.

<sup>20</sup> *Vid.* M. MIOLA, «Il sistema del capitale sociale...», cit., p. 1215, nota 66.

<sup>21</sup> Por todos, F. KÜBLER, «The Rules on Capital Under the Pressure of the Securities Markets», cit., pp. 95 y ss.

<sup>22</sup> A raíz de la incorporación a nuestro Derecho de las Directivas comunitarias, ya se puso de manifiesto por muy cualificados autores (*vid.* R. GARCÍA VILLAYERDE, «El principio de capital mínimo», en AA.VV., *La reforma del Derecho español de sociedades de capital*, Madrid, 1987, pp. 131 y ss.; ÍDEM, «Capital mínimo», en *Derecho de Sociedades Anónimas I, La fundación*, Madrid, 1991, pp. 111 y ss.; A. ROJO y E. BELTRÁN, «El capital social mínimo. Consideraciones de política y de técnica legislativas», en *RDM*, 1988, pp. 149 y ss.) las inconsistencias del capital mínimo. Más recientemente, el Banco mundial, en un informe de 2004 (*Doing Business in 2004. Understanding Regulation*, Washington D. C., World Bank, 2004, pp. 22 y 26), señala que el requerimiento de una cifra de capital mínimo carece de justificación y supone en la actualidad una barrera para la creación de empresas, por lo que propugna su eliminación para favorecer el desarrollo del sector privado, especialmente en los países menos desarrollados.



muy superior al mínimo legal) lo relevante es la solvencia económica establecida a través de *ratios* entre recursos propios y nivel de endeudamiento junto con la transparencia informativa. El capital mínimo puede considerarse, simplemente, como una especie de billete de admisión que se ha pagado tradicionalmente para acceder al beneficio de la limitación de responsabilidad<sup>23</sup>, pero que ni sirve para garantizar la solvencia de la sociedad y, por tanto, para tutelar los intereses de los acreedores sociales, ni tampoco asegura la existencia de medios suficientes para el desenvolvimiento de la actividad productiva de la sociedad<sup>24</sup>, ya que no se requiere la adecuación de la cifra de capital a dicha actividad<sup>25</sup> y, sobre todo, porque una vez establecida la cifra de capital no se fijan límites a la capacidad de endeudamiento de la sociedad, razones todas ellas por las que debería ser eliminado.

Es evidente, como tempranamente se pusiera de manifiesto a raíz de la adaptación de nuestro Derecho interno a las Directivas comunitarias, que la cifra del capital mínimo, cualquiera que fuere su cuantía, no garantiza una adecuada capitalización de las sociedades y, por ende, la suficiencia de fondos propios para servir de garantía a los acreedores<sup>26</sup>. A lo que se suma que el capital mínimo no puede fijarse en abstracto por la ley con validez intemporal y para todas las sociedades con independencia de cuál sea la actividad desarrollada por las mismas<sup>27</sup>. Por ello, aunque el mantenimiento de una cifra de capital mínimo pudiera suponer una ventaja para los acreedores, es evidente que necesita ser sopesada en relación con las desventajas que supone impedir la formación de sociedades potencialmente prósperas apoyadas en una sólida idea de negocios pero con pocos o, incluso, ningún activo<sup>28</sup>, sin contar con las desventajas competitivas que podría representar la fijación de una cifra de capital mínimo muy elevada<sup>29</sup>.

De ahí que se haya considerado mucho más útil prescindir por completo de un capital mínimo obligatorio y exigir a «determinados efectos una proporción entre los fondos propios y los ajenos o, quizás mejor, entre partidas del activo y del pasivo»<sup>30</sup>.

### C) Límites al reparto de dividendos

Las normas sobre reparto de dividendos constituyen otro importante foco de crítica. El hecho de que los dividendos sólo puedan ser pagados cuando exista un exce-

<sup>23</sup> SPOLIDORO, voz, «Capitale sociale», en *Enc. Dir.*, puesta al día IV, Giuffrè, 2000, pp. 208 y ss., pero p. 235; M. MIOLA, «Il sistema del capitale sociale...», cit., p. 1209.

<sup>24</sup> G. PORTALE, «Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata», cit., p. 28; SCHÖN, «Wert schützt den Kapitalschutz», en *ZHR*, 2002, pp. 1 y ss.

<sup>25</sup> Únicamente el Derecho belga requiere que al constituirse la sociedad se redacte un documento en el que se atestigüe la idoneidad del capital social para el desarrollo del objeto social de la sociedad, estableciendo la responsabilidad ilimitada de los socios si la sociedad resulta insolvente en los tres años siguientes a su constitución y se demuestra que el capital social era insuficiente para el normal desenvolvimiento de la actividad empresarial al menos en dos años (arts. 440 y 456.4 *Code soc.*).

<sup>26</sup> A. ROJO y E. BELTRAN, «El capital social mínimo...», cit., p. 152.

<sup>27</sup> G. PORTALE, «Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata», cit., p. 29, y autores citados en nota 44.

<sup>28</sup> L. ENRIQUES, «Capital sociale, informazione contabile...», cit., p. 622.

<sup>29</sup> J. ARMOUR, «Legal capital...», cit., p. 18.

<sup>30</sup> A. ROJO y E. BELTRAN, «El capital social mínimo», cit., p. 152.

dente del patrimonio neto respecto al capital social y a las reservas indisponibles es considerado inaceptable porque, de una parte, constriñe la libertad de los administradores a la hora de proceder al reparto y perjudica sensiblemente la inversión en acciones. Esta crítica parte de la base de que el reparto de dividendos no es sino un medio eficaz puesto a disposición de los administradores para comunicar información sobre la sociedad e incentivar la inversión. Los accionistas y los mercados no son indiferentes a las políticas de reparto de dividendos de las sociedades y adaptan su comportamiento en función de esas políticas. Limitar la distribución de dividendos representa entonces suprimir esta herramienta de comunicación y acarrear perjuicios a la sociedad. De otra, y en sentido contrario, con las normas de conservación del capital (límites a la distribución de dividendos y devolución de aportaciones por reducción de capital), tampoco se protege debidamente a los acreedores. Y ello porque la información suministrada por el balance poco tiene que ver con la verdadera situación financiera de la sociedad. La cifra de capital es un hecho histórico que no guarda conexión necesariamente con las necesidades financieras de la sociedad sobre la base de empresa en funcionamiento (*on going concern*). Así, prestando atención solamente a la información proporcionada por el balance en lugar de al *cash flow*, se deja abierta la posibilidad de que tras el reparto la sociedad quede imposibilitada para pagar las deudas a sus vencimientos al carecer de liquidez<sup>31</sup>.

En definitiva, se llega a la conclusión de que las normas sobre formación y conservación del capital ni protegen debidamente a los acreedores ni tampoco facilitan la financiación y el normal desenvolvimiento de las sociedades, que asumen importantes costes sin beneficio para nadie, como sucede, por ejemplo, con la prohibición de emitir acciones bajo la par que impide la realización de aumentos de capital cuando el precio de las acciones ha caído por debajo del nominal.

### III. EL SISTEMA NORTEAMERICANO COMO ALTERNATIVA

#### 1. El abandono del *legal capital* y conceptos relacionados

Frente al sistema del *legal capital* orientado, fundamentalmente, como se ha visto, a la tutela de los intereses de los acreedores, en el sistema norteamericano la protección de tales intereses se realiza al margen del Derecho de sociedades a través del instrumental jurídico que proporcionan otras ramas del Derecho, con lo que el Derecho de sociedades y el Derecho de protección de los acreedores están claramente separados.

Esta separación que era apreciable *de facto* en el ordenamiento norteamericano de forma paralela a la progresiva pérdida de significación del *legal capital*, como consecuencia de las insistentes críticas realizadas por la doctrina<sup>32</sup>, se consolida legalmente en la mayoría de los Estados norteamericanos que siguen el *Revised Model*

<sup>31</sup> E. FERRÁN, «The Place for Creditor Protection...», p. 15.

<sup>32</sup> *Vid.*, por todos, B. MANNING y J. HANKS, *Legal Capital*, 3.ª ed., New York, Foundation Press, 1990, *in toto*.

*Business Corporation Act*, que en su revisión de 1980<sup>33</sup> abandonó definitivamente el concepto de *stated capital*. Lo que ya había sucedido con anterioridad en el Código de California, en el que ya desde 1975 se desterró el *legal capital*; y, en aquellos Estados en que el concepto de *stated capital* (o capital declarado) se mantiene, como New York o Delaware, el capital carece de relevancia como instrumento de protección de los acreedores<sup>34</sup> y, en general, como pieza vertebradora del edificio societario.

La desaparición del *stated capital* llevó consigo la eliminación de otros elementos estrechamente relacionados con él, como es el caso de las acciones con valor nominal que, aunque siguen existiendo en la praxis norteamericana, se emiten, fundamentalmente, por razones fiscales, y su valor puede ser ínfimo, un céntimo, por ejemplo. Las *no par value shares* se emiten sin referencia alguna ni al valor del documento ni al capital de la sociedad. Su valor se determina en el momento de la emisión por los administradores, que lo establecen teniendo en cuenta el valor del patrimonio social en ese momento por referencia al que tenía en la época en que fueron efectuadas emisiones precedentes de acciones. El precio de emisión es, por tanto, libre y viene directamente adecuado al valor de mercado de las acciones ya en circulación<sup>35</sup>. En cambio, en aquellos Estados en que se mantiene la noción de capital, y, por tanto, también las acciones con valor nominal, la emisión de acciones bajo la par está prohibida<sup>36</sup>.

La abolición del capital supuso, asimismo, que se eliminaran las restricciones establecidas en materia de aportaciones, de forma que ahora pueden ser objeto de aportación todo tipo de bienes e incluso los servicios, bastando con que los administradores determinen su idoneidad<sup>37</sup>. Y, también, como es lógico, que tanto los negocios sobre las propias acciones como las operaciones sobre el capital (aumento y reducción), se contemplen desde una óptica distinta a la de los ordenamientos europeos, aún en los Estados en que se mantiene la noción de capital. El aumento es tratado como un caso de emisión de acciones<sup>38</sup> confiado a la discrecionalidad de los

<sup>33</sup> La supresión del capital operada en el RMBCA se consolidó en la versión reformada de 1983 y así se ha mantenido en las sucesivas revisiones que ha experimentado el texto modelo.

<sup>34</sup> En la literatura norteamericana se considera que el *legal capital* es una reliquia del siglo XIX que carece de significado. En los estados en que se mantiene la noción se distingue entre el capital autorizado y el capital emitido (*Del. Gen. Corp. Law*, § 102; *N.Y. Bus. Corp. Law* § 402). En consecuencia, no existe preocupación alguna por esta cuestión.

<sup>35</sup> Las acciones sin valor nominal se admitieron por vez primera en el Estado de New York en 1912 con el objetivo de proteger a los fundadores contra las acciones de responsabilidad por sobrevaloración de aportaciones *in natura* al eliminar la posibilidad de comparar el valor del activo recibido con el valor nominal de las acciones emitidas. La emisión de este tipo de acciones se extendió, posteriormente, al Estado de Delaware que las autorizó en 1917 y ya con carácter general, como se indica en el texto, por obra del RMBCA. Curiosamente, los Estados pioneros en admitir esta clase de acciones son los que conservan la noción de capital social, el cual no se ve afectado por la existencia de las mismas. Cuando se emiten *no par value shares* los administradores determinan discrecionalmente que una parte del valor de cada acción pase a integrar el capital social (*stated capital*) y el resto la cuenta de primas de emisión (*capital surplus*). Vid. *Del Gen. Corp. Law*, § 154 y *N.Y. Bus. Corp. Law*, § 506.

<sup>36</sup> *Del. Gen. Corp. Law*, § 153 (a). *N.Y. Bus. Corp. Law*, § 504 (c).

<sup>37</sup> En el párrafo 6.21 (b) del RMBCA se indica que «The board of directors may authorize shares to be issued for consideration consisting of any tangible or intangible property or benefit to the corporation, including cash, promissory notes, services performed, contracts for services to be performed, or other securities of the corporation», y en el 6.21 (c), «Before the corporation issues shares, the board of directors must determine that the consideration received or to be received for shares to be issued is adequate...».

<sup>38</sup> Sólo en los ordenamientos que conservan la noción de capital social, como Delaware o New York, puede hablarse de aumento o reducción de capital en sentido estricto pero en unos términos tan laxos que están muy

administradores, y la reducción de capital, así como la compra de acciones propias, forma parte de las «distribuciones», ya que todas las operaciones que puedan implicar una disminución de activos por pagos realizados a los socios quedan englobadas bajo este amplio término, que se alza así como un concepto central del Derecho norteamericano. Se trata de un concepto amplio, el de distribuciones, en el cual se incluyen todo tipo de operaciones que entrañen cualquier clase de transmisión directa o indirecta de dinero u otros bienes de la sociedad a los accionistas, como puede ser el pago de dividendos, o el reembolso y rescate de acciones<sup>39</sup>.

## 2. La protección de los acreedores al margen del capital social

### A) *Los tests de solvencia y los ratios financieros*

En virtud de lo dispuesto en el RMBCA, cualquier distribución ya no tiene que realizarse solamente con cargo a beneficios o reservas libres (*earned surplus*), sino que también puede realizarse con cargo al *capital surplus* y a cualquier otra categoría de *surplus* (o mejor dicho y en puridad, sin tener en cuenta ninguna de estas categorías íntimamente vinculadas a la noción de capital que, al haber desaparecido, carecen ahora de significado), decidiendo libremente el órgano de administración las distribuciones, salvo que otra cosa se haya establecido en los estatutos. Ahora bien, cualquier distribución que se quiera realizar debe satisfacer simultáneamente dos tests: el test de solvencia, en sentido literal (*equity solvency test*), y el del valor patrimonial según balance (*balance sheet test*)<sup>40</sup>, que, en conjunto, constituyen el test de solvencia. O, de otra forma, un test de liquidez y otro de activos netos, en realidad, de tal manera que no pueden hacerse distribuciones si, después de realizadas: a) la corporación no pudiera pagar sus deudas como debería hacerlo en el normal curso de los negocios (*equity insolvency test*) y b) la totalidad de los activos de la corporación fueran inferiores a la suma de sus obligaciones, más (a menos que los estatutos dispongan otra cosa) la cantidad que fuera necesaria, si la corporación se disolviera al tiempo de la distribución, para satisfacer los superiores derechos preferenciales que tienen los accionistas en la disolución (*balance sheet test*)<sup>41</sup>.

lejos de los parámetros del Derecho europeo, ya que la distinción entre capital autorizado y capital emitido otorga una gran flexibilidad a la hora de aumentar el capital. Los administradores, en efecto, pueden emitir libremente acciones nuevas hasta el límite del capital autorizado sin necesidad de modificación alguna de los *articles* y, por tanto, sin consultar a los socios. Esta regla tiene una excepción en el caso de sociedades cotizadas cuando la emisión de nuevas acciones supera el 20 por 100 de las existentes y, por tanto, puede entrañar el riesgo de un cambio de control en la sociedad, salvo que las nuevas acciones sean ofertadas a un público disperso [§ 312.3 (c) *NYSE Listed Company Manual*, y §§ 712, 713, *American Stock Exchange Company Guide*].

<sup>39</sup> La sección 1.40 (6) del RMBCA indica que «Distribution means a direct o indirect transfer of money of other property (except its own shares) or incurrence of indebtedness by a corporation too or for the Benefit of its shareholders in respect of any of its shares. A distribution may be the form of a declaration or payment of a dividend; a purchase, redemption, or other acquisition of shares; a distribution of indebtedness; or otherwise».

<sup>40</sup> § 6.40 RMBCA.

<sup>41</sup> § 6.40, «No distribution may be made if, alter living it effect: (1) The corporation would not be able to pay its debts as they become due in the usual course of business; or (2) The corporation's total assets would be less than the sum of its total liabilities plus (unless the articles of incorporation permit otherwise) the amount that would be needed, if the corporation were to be dissolved at the time of the distribution, to satisfy the preferential rights upon dissolution of shareholders whose preferential rights are superior to those receiving the distribution».

Se trata de determinar la solvencia de la sociedad con arreglo a dos criterios concurrentes, un test de activos netos y otro test de *equity insolvency*, de forma que la sociedad sólo podrá distribuir alguna cantidad a los accionistas si en el momento de la distribución o como consecuencia de ella no resulta insolvente.

En el caso del *balance sheet test*, el RMBCA es muy liberal a la hora de determinar el patrimonio neto, ya que no impone la aplicación de los Principios Contables Generalmente Aceptados (GAAP), ni la redacción de un balance específico, siendo suficiente que las prácticas y los principios contables utilizados por los administradores para efectuar las valoraciones sean razonables en las circunstancias concretas<sup>42</sup>, lo que dota a éstos de una gran capacidad de maniobra a la hora de determinar el montante distribuible. Para efectuar el cálculo de la cantidad que debe ser añadida a las obligaciones de la sociedad para reflejar los derechos preferentes de los accionistas en la disolución, se tiene en cuenta la fijación de los mismos en los *articles of incorporation*, así como la fecha de la distribución, debiendo incluirse los atrasos de los dividendos preferentes si los *articles of incorporation* requieren que sean pagados en la disolución de la corporación<sup>43</sup>.

Para poder establecer si se pueden efectuar distribuciones conforme al *equity insolvency test* no se requiere tampoco ningún método especial, ya que se estima que tratándose de una empresa en funcionamiento la información generalmente disponible será suficiente para determinar la solvencia de la sociedad, máxime si se trata de una corporación sometida a auditoria regularmente. En este caso, se estima cumplido el test si los informes financieros y las cuentas auditadas carecen de salvedades y no se han producido eventos adversos posteriores que pudieran desvirtuar la opinión favorable de los auditores. Solamente cuando las circunstancias indican que la corporación está encontrando dificultades financieras o comerciales o está en una posición incierta en relación a su liquidez o a sus operaciones será necesario que los administradores apliquen métodos específicos. Así, por ejemplo, analizar las perspectivas de ingresos futuros en función de la demanda de los productos o servicios de la sociedad; la posibilidad de refinanciar endeudamientos que venzan a corto plazo; la disponibilidad de crédito; análisis de los flujos de tesorería (*cash flow*) basados en un pronóstico de los negocios y presupuestos durante un suficiente período de tiempo para conocer qué obligaciones de la corporación puede esperarse, razonablemente, que serán satisfechas cuando venzan, etc.<sup>44</sup>. La disciplina del RBMCA, sin embargo, no deja de ser en este punto sumamente inconcreta, ya que no se prevé el lapso temporal, a partir del pago de los dividendos, dentro del cual hay que valorar la solvencia de la sociedad con arreglo a los criterios indicados, sino solamente el momento en que los mismos se efectúan<sup>45</sup>.

Con la exigencia de este doble test para poder efectuar distribuciones, se pretende que los administradores puedan determinar con mayor certeza la solvencia de la

<sup>42</sup> Vid. RMBCA, Comentario oficial 4.a y b. El RMBCA no impone ningún método de valoración, puesto que diferentes métodos pueden ser válidos en función de las circunstancias, del tipo de empresa y del propósito para el que la valoración sea hecha. Se considera, no obstante, que los GAAP son siempre *reasonable in the circumstances*, pero también cualesquiera otros principios contables.

<sup>43</sup> Los derechos preferentes de los accionistas sólo se tienen en cuenta para elaborar el *balance sheet test*, no para el *equity insolvency test*.

<sup>44</sup> Vid. Comentario oficial, punto 2, suplemento de 1997.

<sup>45</sup> Vid. § 6.40 (c) (3).

sociedad, evitando así una posible exigencia de responsabilidad por distribuciones inapropiadas<sup>46</sup>. Tal exigencia de responsabilidad, sin embargo, es remota, ya que siempre que los administradores empleen métodos razonables de conformidad con las circunstancias, como determina el § 6.40, las distribuciones efectuadas entran dentro de la *business judgement rule*, salvo el caso de abuso, lo que se traduce en una más fácil exoneración de responsabilidad<sup>47</sup>.

En aquellos Estados como Delaware y New York, que todavía conservan el *legal capital*, se sigue el principio básico de que los dividendos tienen que ser abonados sólo cuando existe *surplus* (reservas distribuibles), es decir, cuando el patrimonio neto es superior al capital (*balance sheet test*), es decir, algo muy semejante a lo previsto en el art. 213 LSA y, en general en la Segunda Directiva. Esta aparente similitud, sin embargo, está lejos de ser real. Y es que bajo la legislación de Delaware, incluso no existiendo *surplus*, se pueden pagar dividendos de los beneficios obtenidos en el ejercicio actual o en el anterior ejercicio fiscal<sup>48</sup>, aun cuando las deudas superen los activos, sin obligación de afectarlos a la reconstitución de capital, lo que permite que sociedades que se encuentren en dificultades puedan atraer nuevas inversiones al mantener el dividendo<sup>49</sup>.

Además, en ambos Estados, el *surplus* es definido en relación al *stated capital*, y la determinación de éste, a su vez, se deja, en buena medida, a la discrecionalidad del Consejo de Administración, ya que se ha rechazado, con carácter general, por considerarlo absurdo, que se tome en consideración el valor en libros o cualquier otra valoración formal para determinar el *surplus*, siendo sustituido por una declaración de los administradores acerca del valor que a su juicio tiene la sociedad. Básicamente, pues, el Consejo es libre para determinar el *stated capital* y para variar el montante del capital social y los criterios de contabilización del patrimonio social, según el valor de mercado, para permitir la distribución de dividendos. Se admite, en consecuencia, tanto la revalorización de activos como también la *reduction surplus* para constituir reservas repartibles. En este último caso, sólo si la reducción se realiza modificando a la baja el valor nominal de las acciones (cuando éstas existen) es preciso el voto favorable de la mayoría absoluta de las acciones emitidas, ya que esta operación implica una modificación de estatutos<sup>50</sup>. Si la reducción se opera, en cambio, sobre las acciones sin valor nominal, basta con la disminución del valor declarado de las acciones, para lo cual es competente el órgano de administración.

Únicamente se exige, en ambos casos, que como consecuencia de la reducción la sociedad no devenga insolvente<sup>51</sup>, así como, en el caso de que existan acciones privilegiadas, que el capital no descienda por debajo del montante de éstas.

<sup>46</sup> RMBCA § 8.30 y 8.33.

<sup>47</sup> A. ENGERT, «Life Whithout Legal Capital: Lessons from American Law», en *SSRN, Working Paper Series*, febrero 2006, p. 38; R. W. HAMILTON, *Corporation Finance*, St. Paul Minn., 1989, pp. 69 y ss.

<sup>48</sup> *Del. Gen. Corp. Law*, § 170 (a) (2): «in case there shall be no such surplus, out of its net profits for the fiscal year in which the dividend is declared and/or the preceding fiscal year...».

<sup>49</sup> P. CONAC, «Le capital dans le droit américain des sociétés», en *Quel avenir pour le capital social?*, Paris, Dalloz, 2004, pp. 153 y ss., pero 165.

<sup>50</sup> *Del. Gen. Corp. Law*, §242 (a) (3) y (b); *N.Y.* 801 (b) 10 y 11 y 803 a y 804 a.

<sup>51</sup> El criterio de no poder repartir dividendos si la sociedad es insolvente o como consecuencia de la distribución deviene insolvente, está generalizado en todos los Estados, ya que constituye una regla de *common law* proveniente del caso *Word v. Dummer* de 1824 de tal forma que aunque no esté previsto expresamente en

Esta amplia discrecionalidad otorgada a los administradores viene compensada por la posibilidad de exigirles responsabilidad en caso de haber realizado distribuciones ilegales<sup>52</sup>. Tal responsabilidad, sin embargo, es como se ha afirmado, hasta cierto punto más teórica que real, ya que si, por un lado, se impone la necesidad de que existan reservas (*surplus*) para autorizar una distribución de dividendos, de otro, se autoriza el reparto aun en ausencia de reservas y, además, se facilita la creación de estas reservas por operaciones financieras o contables como se acaba de ver<sup>53</sup>.

Las distribuciones a los accionistas reciben una solución diferente y más estricta en el Código de California. En éste, para poder efectuar cualquier transferencia de activos a los accionistas, se exige mantener un determinado equilibrio entre *debt* y *equity*, al objeto de garantizar la solvencia de la sociedad. Se parte de la base de que son libremente repartibles los beneficios acumulados mantenidos en reservas (*retained earnings*) pero, fuera de éstos, cualquier distribución requiere que la sociedad siga manteniendo determinados *ratios* de solvencia a medio y a corto plazo, una vez que la distribución ha sido efectuada<sup>54</sup>. De una parte, se exige que la sociedad cuente con activos (o patrimonio neto) en una proporción de cinco a cuatro respecto al pasivo, o, lo que es lo mismo, que la suma del activo equivalga a un 125 por 100 del pasivo (test de solvencia a medio plazo)<sup>55</sup>. De otra, que el activo corriente sea suficiente para cubrir el pasivo actual, es decir, a menos de un año, siempre que los beneficios antes de intereses e impuestos igualen los intereses y gastos de los dos precedentes años fiscales. En caso contrario, debe mantenerse un *ratio* de cinco a cuatro entre el activo corriente y el pasivo corriente (test de liquidez)<sup>56</sup>.

Finalmente, se exige que la distribución no impida el pago de los dividendos correspondientes a las acciones preferentes (los beneficios acumulados deben permitir pagar estas distribuciones y cualquier otra que la sociedad esté obligada a hacer a los titulares de acciones privilegiadas)<sup>57</sup>.

Para determinar los *ratios* precedentes, el Código de California requiere que las cuentas se elaboren aplicando los Generalmente Aceptados Principios de Contabilidad (GAAP)<sup>58</sup>, lo que no sucede en cambio en otros Estados, como se ha indicado más arriba, proporcionando criterios contables precisos para calcular los indicados *ratios*. Así, en el cálculo del activo se excluye el valor del *goodwill* o fondo de comercio, dado que éste no representa un significativo valor en caso de concurso de la sociedad. Y lo mismo sucede con los gastos de investigación y desarrollo que

los *statutes* de cada Estado, como es el caso de Delaware, sin embargo puede ser invocado. Vid. P. H. CONAC, «Le capital dans le droit américain des sociétés», cit., p. 171.

<sup>52</sup> El § 174 del *Del. Gen. Corp. Law*, establece que en caso de distribución de dividendos que afecten al capital, los administradores que hayan aprobado el dividendo serán solidariamente responsables del reembolso de la totalidad del dividendo a la sociedad. Su responsabilidad puede ser por simple *negligence*.

<sup>53</sup> P. H. CONAC, «Le capital dans le droit américain...», cit., p. 163.

<sup>54</sup> Cal. Corp. Code § 500 (a) establece que «The distribution may be made if the amount of the retained earning of the corporation immediately prior thereto equals or exceeds the amount of the proposed distribution; 1) total assets exceed 125% of total liabilities 2) current assets exceed current liabilities 3) payment does not endanger any liquidation preference».

<sup>55</sup> Id. § 500 (b) 1.

<sup>56</sup> Id. § 500 (b) 2.

<sup>57</sup> Vid. § 503. En el *statute* de New York también se dispensa una protección de este tipo a los titulares de acciones privilegiadas.

<sup>58</sup> Vid. *Cal. Corp. Code* § 114.

deben ser igualmente excluidos<sup>59</sup> y, finalmente, no se permite la revalorización de activos para facilitar la distribución como, en cambio, sucede en otros Estados.

La solución californiana, si bien fue considerada un gran avance conceptual en su momento<sup>60</sup>, posteriormente ha sido muy criticada por su extrema rigidez y, de hecho, ha tenido muy poco éxito, ya que solamente Alaska ha seguido las pautas marcadas por el Código de California, a diferencia del *Revised Model Business Corporation Act*, que es seguido mayoritariamente en un elevado número de Estados. Esta rigidez deriva, a semejanza de las críticas dirigidas al capital social, del hecho de que en la medición de la relación entre activo y pasivo no se tiene en cuenta la actividad de la sociedad y, por tanto, de los medios propios de que deber ser dotada, ya que sobre tal medida debe ser, a su vez, medido el capital de crédito cuando se intente repartir beneficios<sup>61</sup>. Aun eliminado el capital social, se reproduce en buena medida el principio de fijeza del capital social pero con la diferencia de que el montante del plusvalor activo que realiza el efecto «colchón» viene calculado no sólo sobre el capital social (como en Derecho europeo), sino sobre el entero patrimonio neto, semejante al «capital propio»<sup>62</sup>. En cualquier caso, parece que estas disposiciones han tenido poca relevancia en la práctica, probablemente porque las sociedades eligen constituirse en otros Estados, sobre todo en Delaware, siempre que no vulneren los límites establecidos por el *Code* de California, aunque tal posibilidad no es posible para las sociedades que hagan negocios principalmente en California, ya que el control sobre las distribuciones se aplica igualmente a las *pseudo-foreign* sociedades<sup>63</sup>.

## B) La autoprotección de los acreedores: *financial covenants*

La flexibilidad (y laxitud) con que los administradores pueden proceder a repartir dividendos u otras distribuciones, sin tener el *cushion* que representa la cifra de capital social, queda paliada por el hecho de que a través de cláusulas contractuales insertas en los contratos de préstamo o de financiación (*loan agreements o loan covenants*), o anexas a los mismos (*bond indentures*)<sup>64</sup>, los acreedores pueden controlar las condiciones económico-financieras de la sociedad deudora y la conducta de sus dirigentes impidiendo o limitando tales distribuciones o la realización de otras operaciones susceptibles de poner en peligro la satisfacción de sus créditos.

Para impedir conductas oportunistas de los accionistas o de los administradores que puedan dejar a la sociedad como «una cáscara vacía» en detrimento de los intereses de los acreedores, la praxis norteamericana (y cada vez más la de otros países) ha desarrollado profusamente los llamados *covenants*, cláusulas contractuales inser-

<sup>59</sup> *Cal. Corp. Code*, § 500 b.1.

<sup>60</sup> B. MANNING y J. HANKS, «Legal Capital», cit., p. 176.

<sup>61</sup> M. MIOLA, «Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma...», cit., p. 1265; B. MANNING y HANKS, op. y loc. ult. cit., p. 176.

<sup>62</sup> En este sentido G. B. PORTALE, «Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata», cit., p. 31.

<sup>63</sup> A. ENGERT, «Life Without Legal Capital: Lessons from American Law», cit., p. 23.

<sup>64</sup> Vid. W. KLEIN y J. COFFEE Jr., *Business Organization and Finance, Legal and Economic Principles*, Foundation Press, Westbury, N.Y., 1996, pp. 240 y ss.



tas en los contratos de préstamo mediante las cuales se imponen a la sociedad obligaciones de hacer o de no hacer (*affirmative o negative covenants*) con el objetivo fundamental de limitar su libertad de endeudamiento y reducir su capacidad de efectuar distribuciones a los accionistas.

Aunque la variedad de *covenants* es muy grande (en función de la naturaleza del acreedor y de las especificidades del crédito), la consecución de los objetivos descritos se consigue, fundamentalmente, a través de distintas vías que van desde la prohibición o limitación, en determinadas circunstancias, del pago de dividendos o la recompra de acciones u operaciones «generosas» con filiales, al establecimiento de límites a las manipulaciones contables (dada la posibilidad, antes señalada, de recurrir a métodos contables diversos o de proceder a la revalorización de activos con el fin de poder repartir dividendos) y al mantenimiento de un estricto control sobre las operaciones de la sociedad que puede llegar hasta una auténtica ingerencia en la gestión de la misma<sup>65</sup>. Pero, desde la perspectiva que aquí tratamos, resulta especialmente relevante la exigencia habitual de que la sociedad mantenga una cifra mínima de capital (*equity cushion*); o el requerimiento de que se mantengan ciertos *ratios* financieros (exigencia de una determinada relación entre recursos propios y obligaciones); o el mantenimiento de determinados niveles de liquidez para garantizar que la sociedad será capaz de pagar sus obligaciones a corto plazo (la *ratio*, por ejemplo, entre *current assets* —activos que, normalmente podrán transformarse en *cash* en el plazo de un año— y *current liabilities* —obligaciones que deben ser pagadas en un año—); o la prohibición de contraer nuevas obligaciones de cierta entidad, o de dar lugar al nacimiento de otros créditos de satisfacción preferente (impago de impuestos, por ejemplo). Obligaciones todas ellas que se acompañan, normalmente, del compromiso de suministrar información continua y detallada sobre la situación financiera de la sociedad, así como acerca de la filosofía general del *management* y, naturalmente, de las correspondientes sanciones en caso de incumplimiento de las obligaciones descritas. Así, por ejemplo, negativa de refinanciación de la deuda, obligación de reembolso del préstamo anticipadamente, etc.

De esta forma, los *financial covenants* se alzan como sustitutos del capital, ya que, en buena medida, como con acierto se ha sido afirmado, tales *covenants* no hacen más que replicar contractualmente algunas de las normas relativas al mantenimiento del capital en los ordenamientos europeos. Podría decirse, en consecuencia,

<sup>65</sup> El contenido de los *covenants* puede ir dirigido a impedir la reducción de valor de la sociedad prohibiendo o limitando la realización de actividades que incrementan ese riesgo, como pagos o distribuciones a los accionistas, o impidiendo, como se dice en el texto, nuevos endeudamientos, o evitando la aparición de nuevos acreedores dotados de un rango prelativo superior al del acreedor, pero también prohibiendo a la sociedad desarrollar nuevas líneas de negocios o limitando su crecimiento o diseñando una «fórmula de crecimiento» específico, o el otorgamiento de la facultad de poder nombrar administradores u otras muchas que, en definitiva, dejan, o pueden dejar, en manos del acreedor una parte significativa de la gestión de la sociedad. Una descripción de esta figura puede verse, entre otros, en C. ZIMMERMANN, «An approach to writing loan agreement covenants», en *Journal of Commercial Bank Lending*, 1975, pp. 213 y ss., reproducido en J. TIROLE, *The Theory of Corporate Finance*, New Jersey, Princeton University Press, 2006, pp. 103 y ss., y J. TIROLE, ob. cit., pp. 83 y ss. Acerca de las consecuencias de la ingerencia de las entidades de crédito en la gestión de la sociedad, *vid.*, F. TOTARO, «La responsabilidad de la entidad de crédito por la ingerencia en la gestión de la sociedad financiera en las operaciones de Project financing», III Seminario Harvard-Complutense *Convergentes and Parallelisms in Corporate and Insolvency Law within the US-EU Framework*, e-prints de la Facultad de Derecho de la Universidad Complutense, disponible en [www.ucm.es](http://www.ucm.es).

que en Estados Unidos, aunque el instituto del *legal capital* haya sido arrojado del Derecho de sociedades por la puerta, ha vuelto a entrar por la ventana a través de esta réplica contractual.

**C) Tutela de los acreedores a través del Derecho concursal: *Fraudulent Transfer Law* y *equitable subordination***

Otra vía a través de la cual se limitan o restringen las «distribuciones», al margen del capital social, es la relativa a los *fraudulent conveyances*, o *fraudulent transfer*, instituto semejante a la clásica *actio pauliana* pero que en derecho norteamericano ha adquirido una significativa importancia para determinar la validez de las distribuciones realizadas a los accionistas<sup>66</sup>.

Conforme a esta doctrina, ciertas transferencias de bienes (*conveyances*) son consideradas fraudulentas para los acreedores bajo el *Uniform Fraudulent Conveyance Act* (UFCA), codificado en el *US Bankruptcy Code* y en muchas legislaciones estatales, o el más reciente *Uniform Fraudulent Transfer Act* (UFTA) de 1984, cuando: *a*) son realizadas con intención de defraudar a los acreedores, o *b*) causan daño a otros por engaño involuntario o tergiversación (*constructive fraud*).

Esta última es, desde la perspectiva de las distribuciones realizadas a los accionistas, la cuestión que tiene relevancia. Para que una determinada transferencia de bienes pueda ser considerada fraudulenta (constructivamente), se requiere que la sociedad haya realizado una transferencia de bienes o incurrido en una obligación sin recibir a cambio un valor equivalente o una razonable contraprestación con independencia de que la sociedad esté en liquidación y con independencia de que el o los créditos que resulten perjudicados hayan vencido. Éste es el caso de las distribuciones realizadas a los accionistas (en el sentido amplio indicado más arriba), ya que, por principio, tales distribuciones no se realizan a cambio de ninguna contraprestación, por lo que puede decirse que constituyen el más importante test en relación con los pagos corporativos<sup>67</sup>.

La sección 5 de UFCA declara fraudulenta cualquier transacción gratuita o no razonable realizada por el deudor si, después de efectuada, el patrimonio de éste queda reducido a «un irrazonablemente pequeño capital». No basta con que después de la distribución sus activos excedan de sus obligaciones, sino que el exceso (los activos o patrimonio neto del deudor), no debe estar por debajo de una razonable cantidad mínima, aunque la ley no señala qué es lo que constituye, o puede constituir, una razonable cantidad de capital. Se trata de un concepto jurídico indeterminado que los tribunales establecen caso por caso. El tribunal debe determinar el nivel de capital que podría constituir el mínimo de protección frente a futuras disminuciones del valor de los activos del deudor y la subsecuente incapacidad de la sociedad para satisfacer las obligaciones contraídas. Ello supone que el capital de la sociedad deudora denota una situación de debilidad financiera pero sin que ésta llegue a ser insolvente<sup>68</sup>, aunque tal

<sup>66</sup> R. CLARK, *Corporate Law*, Boston, Little, Brown and. Cia., 1986, p. 624.

<sup>67</sup> A. ENGERT, «Life without Legal Capital...», cit., p. 29.

<sup>68</sup> *Ibid.*, p. 34.

situación haga a la insolvencia razonablemente previsible. Dicho en otros términos, una transferencia de bienes deja a una sociedad con un irrazonable capital cuando crea un riesgo de insolvencia, aunque no exista una probabilidad inmediata de la misma. Para determinar si el capital es o no irrazonablemente pequeño, los tribunales deben realizar averiguaciones acerca de si las proyecciones de *cash-flow* son razonables, si lo son las expectativas de negocios, etc., aunque, como es lógico, no se trata de previsiones exactas. De todas formas, circunstancias imprevisibles como una huelga, un inesperado descenso en las ventas, una mala administración, etc., no permiten llegar a la conclusión, sin más, de que el «colchón» o, si se quiere, la zona de seguridad, del capital era irrazonablemente pequeño. Sólo si los problemas que llevaron al fracaso del deudor estaban ya presentes al tiempo de efectuarse la transacción, es probable que los tribunales infieran que el capital era irrazonablemente pequeño<sup>69</sup>.

Si una determinada transacción es declarada fraudulenta, el *trustee* de la quiebra puede recobrar la propiedad transferida o su valor y si el deudor incurrió en una obligación ésta será invalidada o, en su caso, subordinada, a salvo los derechos de los adquirentes de buena fe. Lo importante del caso es que como los accionistas que han percibido las distribuciones no han realizado ninguna contraprestación no pueden invocar ningún derecho.

Esto es particularmente importante en el caso de los LBO, porque si la transacción ha reemplazado activos (*equity*) por la deuda financiera, el prestamista ha generado valor para los accionistas y no para la sociedad, de lo cual se deriva que su crédito contra la sociedad no podrá ser ejecutado sobre los bienes de la sociedad deudora y, en su caso, podrá ser, incluso, subordinado, al menos en la parte correspondiente a las cantidades que han sido utilizadas para las distribuciones. O, incluso, si se aprecia mala fe en el otorgante del crédito, el tribunal puede invalidar todos sus créditos con las correspondientes garantías.

Esta medida, junto con la subordinación de los créditos en determinadas circunstancias, configuran las medidas esenciales de protección de los acreedores en caso de insolvencia<sup>70</sup>.

#### **D) Otras medidas de tutela**

Además de cuanto queda indicado, la tutela de los acreedores se logra de manera eficaz a través de los diferentes deberes de transparencia informativa que pesan sobre las sociedades, especialmente en relación con las cotizadas. Estas obligaciones no cabe duda que son susceptibles de generar flujos informativos de los que pueden beneficiarse también los acreedores en cuanto se pone de manifiesto la efectiva situación patrimonial de la sociedad deudora. Y, finalmente, a través del establecimiento de deberes fiduciarios cuyo incumplimiento genera la responsabilidad de los administradores y de los socios de control, internos y externos, que están en posición de controlar la situación financiera de la sociedad.

<sup>69</sup> *Ibid.*, pp. 34-35.

<sup>70</sup> Acerca de las relaciones entre *fraudulent conveyances* y *equitable subordination*, vid. R. CLARK, «The Duties of the Corporate Debtor to its creditors», en *Harv. L. Rev.*, 1976-77, pp. 505 y ss.

#### IV. REFLEXIONES CRÍTICAS: ¿DEBE SER ABOLIDO EL SISTEMA DEL *LEGAL CAPITAL* EN EUROPA?

##### 1. Normas imperativas vs. normas contractuales o dispositivas

Una de las críticas dirigidas al capital social se basa, fundamentalmente, como se ha visto, en la rigidez de la normativa relativa a la formación y al mantenimiento del capital, esgrimiéndose, entre otras razones, que dicha normativa es de aplicación generalizada a todas las sociedades sin tener en cuenta las características propias de cada una y sus necesidades y nivel de riesgo, postulándose, pues, eliminar aquella rigidez con carácter general.

Esta crítica, sin embargo, es fácilmente reversible, ya que dilucidar si debe mantenerse o no el sistema de legal capital no puede hacerse en términos absolutos y en relación a todas las sociedades de capital, sino más bien discriminando entre sociedades cotizadas y sociedades cerradas (sean anónimas o limitadas), ya que es muy posible que los mecanismos de tutela deban diferir en buena medida en función del tipo societario considerado y en función de la clase de acreedores. Por ello, la rigidez normativa cierta no tiene por qué solucionarse simplemente haciéndola desaparecer con carácter general. Mientras en las sociedades que hacen un llamamiento al ahorro público para su financiación la protección de los acreedores puede lograrse, entre otros mecanismos, a través de las normas que disciplinan el mercado de capitales, sustancialmente a través de los deberes de información, de transparencia, etc., en las cerradas, que no se someten al juicio del mercado, no es totalmente descartable que deba existir una normativa como la que disciplina el capital social en garantía de la satisfacción de los créditos<sup>71</sup>.

Es de admitir, desde luego, «que el hecho de que los acreedores necesiten protección no justifica necesariamente la intervención del legislador, ya que tal intervención sólo está indicada si el derecho protege a los acreedores de manera más eficiente de lo que ellos mismos podrían hacerlo»; y también hay que reconocer que «hoy los mayores acreedores no confían en el Derecho, sino en el contrato, en las agencias de *rating* y en otra variedad de medidas de auto ayuda para salvaguardar sus intereses por lo que las medidas legales pueden ser o sobreprotectoras o infraprotectoras»<sup>72</sup>.

Sobre esta base, cierta en términos generales, se sostiene la inutilidad del capital social por su extremada rigidez y se apuesta por los *financial covenants* como instrumentos flexibles que permiten a las partes que los celebran adaptarlos a sus concretas necesidades al proporcionar un mayor campo de elección<sup>73</sup>, puesto que el lími-

<sup>71</sup> Acerca de la eficacia limitada de las obligaciones de transparencia en relación con las expectativas de solvencia y fiabilidad de las sociedades pequeñas, *vid.*, H. MERKT, «Creditor Protection through Mandatory Disclosure», en *EBOR* (7), 2006, pp. 95 y ss. La conveniencia de mantener el capital social para las sociedades no cotizadas ha sido propugnado por A. ROJO, «Unternehmensfinanzierung und gesetzliches Garantiekapital in Spanien», en *AG*, 1998, pp. 358 y ss.

<sup>72</sup> G. HERTIG y H. KANDA, «Creditor Protection», cit., p. 72.

<sup>73</sup> F. KÜBLER, «A Comparative Approach to Capital Maintenance: Germany», cit., p. 1032; E. FERRÁN, «The Place for Creditor Protection...», cit., p. 5.

te a la distribución de los dividendos podría ser medido por cada acreedor en relación al patrimonio neto existente en el momento de la concesión del crédito y no al importe del capital fijado en la constitución de la sociedad<sup>74</sup>.

Tal afirmación es verdad en lo que a los acreedores sofisticados o profesionales (entidades de crédito, *bondholders*, etc.) se refiere. Éstos, mediante la redacción de prolijos *covenants* modelados sobre el régimen del capital social al que replican contractualmente, pueden asegurarse el reembolso de su crédito, ya que tales *covenants*, redactados para el caso concreto, es evidente que gozan de una mayor flexibilidad y adaptabilidad a las circunstancias financieras de la sociedad en el momento de la concesión del crédito<sup>75</sup>. Pero también es verdad que no todos los acreedores están en condiciones de lograr esa autoprotección y, por ello, que las normas legales son esenciales cuando las partes no pueden negociar por sí mismas ninguna medida de protección, lo que sucede en relación con los pequeños acreedores comerciales, con los trabajadores y con los acreedores extracontractuales<sup>76</sup>.

No cabe admitir al respecto el argumento frecuentemente utilizado de que a través de tales acuerdos contractuales se protege no sólo al que los celebra sino también, indirectamente, al resto de los acreedores, en la medida en que las restricciones al reparto de dividendos o la exigencia de que se mantenga una cifra mínima de recursos propios es beneficioso para todos<sup>77</sup>. Según esto, a través de los *covenants*, los grandes acreedores actuarían como un *trustee* de hecho para los acreedores débiles, con poco o ningún poder de negociación, como una especie de representante que velaría por sus intereses. Tal argumento es rechazable. Y ello porque esa supuesta garantía colectiva puede ser más ilusoria que real. En primer lugar, porque a diferencia de una norma legal que es de aplicación generalizada a todos y en todo momento durante su vigencia, los *covenants* pueden celebrarse o no, por lo que no puede confiarse siempre en su existencia como «paraguas protector» de todos los acreedores. Y cuando existen pueden ser modificados o eliminados libremente por el acreedor financiero sin que el resto de los acreedores pueda interferir y sin que tengan que ser informados de su alteración o de su rescisión<sup>78</sup>. Pero, sobre todo, está el hecho de que los acreedores que celebran estos acuerdos persiguen, ante todo, sus propios intereses y no los de otros acreedores que, incluso, potencialmente pueden entrar en conflicto con los suyos y, en consecuencia, no sólo la tendencia natural de los acreedores que celebran los *covenants* será la de obtener ventajas en detrimento de aquéllos, sino que, obviamente, estarán más interesados en la satisfacción de su crédito que en la solvencia general de la sociedad para cumplir con los compromisos contraídos con los demás acreedores. De ahí, por ejemplo, que la exigencia anticipada del crédito en determinadas circunstancias que, como antes se dijo, es una cláusula habitual en los *financial covenants*, podría acarrear una crisis que desembocara

<sup>74</sup> P. O. MÜLBERT y M. BIRKE, «Legal Capital...», cit., p. 716.

<sup>75</sup> Acerca de la flexibilidad de los *covenants* frente a los modelos legales, *vid.* E. FERRÁN, «The Place for Creditor...», cit., p. 8, y bibliografía allí mencionada.

<sup>76</sup> En el mismo sentido, H. MERKT, «Creditor Protection and Capital Maintenance...», cit., p. 1053.

<sup>77</sup> En este sentido, L. ENRIQUES y J. R. MACEY, «Creditors versus Capital Formation...», cit., p. 1172.

<sup>78</sup> H. MERKT, «Creditor Protection and Capital Maintenance...», cit., p. 1050; P. O. MÜLBERT, «A Synthetic View of Different Concepts of Creditor Protection, or: A High-Level Framework for Corporate Creditor Protection», en *EBOR* (7), 2006, pp. 357 y ss., pero 376; M. MIOLA, «Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma...», cit., p. 1293.

en la insolvencia de la sociedad dejando al resto de los acreedores totalmente desprotegidos<sup>79</sup>.

En consecuencia, para el resto de los acreedores (trabajadores, acreedores comerciales, extracontractuales) deben arbitrarse otros medios de tutela al margen del Derecho contractual. En un caso (pequeños acreedores) por carecer de poder negociador suficiente para obtener garantías para la satisfacción de su crédito; en otro (acreedores extracontractuales) porque su carácter de acreedores involuntarios les impide *ex ante* valorar la situación financiera del deudor y desde luego negociar ningún tipo de garantía.

Respecto a estos últimos se ha defendido que, dada su mayor vulnerabilidad a las conductas oportunistas y negligentes, deberían ser especialmente protegidos con otros medios de tutela más incisivos, fundamentalmente mediante la contratación de seguros de responsabilidad civil obligatorios que cubrieran los costes esperados por responsabilidad civil de cada sociedad y no a través del capital social<sup>80</sup>. Esta medida que, desde luego, podría ser eficaz si llegara a implantarse con carácter general y no quedara simplemente a la libre decisión de las sociedades, no resulta incompatible con el mantenimiento del capital social, ni puede considerarse como una medida sobreprotectora, dado que el excesivo monto que pueden alcanzar las indemnizaciones (piénsese, por ejemplo, en daños por contaminación medioambiental) podrían disminuir el patrimonio social hasta el punto de impedir la satisfacción de los acreedores contractuales. Asimismo, se invocan medidas de protección consistentes en dotar a estos créditos de un derecho de preferencia en caso de concurso de la sociedad, algo que, aunque no con un elevado rango prelativo, aparece ya recogido en nuestra Ley concursal.

De otra parte, también se ha sugerido la posibilidad de que los accionistas respondan ilimitadamente a prorrata en los casos de daños extracontractuales por la cantidad que deje sin cubrir la sociedad<sup>81</sup>.

Esta solución, semejante —aunque no igual— al levantamiento del velo, si bien podría resultar útil en las sociedades cerradas (y en los grupos de sociedades), en las que los socios son a menudo también los gestores de la sociedad, resulta impensable en las sociedades de grandes dimensiones con un número importante de socios y, desde luego, en las cotizadas. La separación entre la propiedad y el control frecuente en todas ellas hace inadmisibles que se pueda hacer a los accionistas que no han participado en la toma de decisiones y que han percibido de buena fe las distribuciones efectuadas, responsables frente a los acreedores sociales por la conducta de los administradores, únicos a los que podría exigírseles responsabilidad. Todo ello sin tener en cuenta la dificultad de fijar a qué accionistas debería exigírseles la responsabilidad en función del momento en que se considere que ha surgido la responsabilidad<sup>82</sup>.

<sup>79</sup> H. MERKT, «Creditor Protection...», cit., p. 1050; E. FERRÁN, p. 11.

<sup>80</sup> G. HERTIG y H. KANDA, «Creditor Protection», cit., p. 77; P. O. MÜLBERT y J. BIRKE, «Legal capital», cit., pp. 725-726; E. FERRÁN, «The Place for Creditor Protection...», cit., p. 14.

<sup>81</sup> W. ALLEN y R. KRAAKMAN, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, New York, Aspen, 2003, p. 166.

<sup>82</sup> De esta dificultad se hacen eco los propios impulsores de la medida. *Vid. op. y loc. cit.*, en nota anterior.

Pero con independencia de los mecanismos de protección que se acaban de mencionar para los acreedores involuntarios, el mantenimiento del capital social sigue siendo útil tanto para ellos como para los acreedores débiles, ya que aunque el capital no elimina el riesgo de insolvencia y, por tanto, el de la insatisfacción de los acreedores, no cabe duda de que tiende a prevenirlo y les suministra una tutela anticipada al actuar como retención de una parte del patrimonio que queda así al abrigo de las conductas oportunistas de los socios o administradores. Por ello, el capital social, a diferencia de los *covenants*, sí constituye una suerte de garantía colectiva ofrecida por los socios a los acreedores actuales y futuros de la sociedad<sup>83</sup>, con la ventaja de que no eleva los costes de transacción como hacen aquéllos<sup>84</sup>.

Con razón se ha afirmado que «comparada la experiencia de los *Debt-Covenants* con la protección legal del capital en la tradición jurídica europea, las ventajas del sistema europeo parecen innegables, en la medida en que los intereses de los acreedores son canalizados, no a través de contratos individuales desiguales, sino a través de un procedimiento establecido por la Ley, ordenado y dirigido al trato igual de todos los acreedores, también los de origen legal que por principio quedan fuera de la protección articulada a través de los *Debt-Covenants*»<sup>85</sup>.

En realidad, el capital mínimo pretende asegurar que los accionistas han asumido un mínimo de riesgo asociado con la aventura empresarial<sup>86</sup> equivalente a la suma de aquél. Los potenciales acreedores comprueban la cantidad de capital suscrito para determinar si los accionistas han asumido una adecuada parte de riesgo empresarial, sea en la constitución o en un subsiguiente aumento de capital, con lo que los accionistas pueden verse forzados a invertir en la sociedad para enviar esa señal de solvencia económica de la sociedad<sup>87</sup>.

En cualquier caso, no tiene sentido centrar la polémica en el capital mínimo dejando en un plano secundario lo principal. El capital mínimo no es más que una técnica y, desde luego, no la más importante, como antes se dijo, por lo que tanto sus detractores como sus partidarios no deberían dedicar mucho tiempo a esta cuestión<sup>88</sup>.

De ahí que no parezca conveniente hablar en términos generales de eliminar las normas imperativas que rigen la disciplina del capital y sustituirlas por normas dispositivas de libre elección por los interesados (*opt-out*) o directamente por el juego del mercado, como ha sido sugerido, sin previamente realizar un análisis exhaustivo y, a la vista de los distintas clases de acreedores, arbitrar diferentes formas de tutela. Pero, en cualquier caso, lo que no puede negarse es que siempre parece preferible una prevención de las conductas oportunistas de los accionistas o de los administradores *ex ante*, a través de normas imperativas estables, que una protección *ex post* mediante una eventual exigencia de responsabilidad a los administradores que con su

<sup>83</sup> W. SCHÖN, «Wer Schützt den Kapitalschutz?», cit., p. 4.

<sup>84</sup> *Ibid.* H. MERKT, «Creditor Protection and Capital Maintenance...», cit., p. 1050.

<sup>85</sup> J. M.<sup>a</sup> GONDRA ROMERO, «El nuevo rumbo del derecho de balances europeo: las opciones que se abren al legislador español», en *RdS*, 2004, p. 47.

<sup>86</sup> A. ENGERT, «Life Without Legal Capital...», cit., p. 4.

<sup>87</sup> W. SCHÖN, «The Future of Legal Capital», cit., p. 442; A. ENGERT, «Life Without Legal Capital...», cit., nota 16, se muestra escéptico.

<sup>88</sup> Por todos, A. ENGERT, «Life without Legal Capital...», cit., p. 4.

conducta han lesionado los intereses de los acreedores, lo que les deja expuestos a un importante grado de incertidumbre y a los elevados costos de un procedimiento judicial. Sin que pueda argüirse que ello es preferible a la rigidez que impide realizar transacciones<sup>89</sup>.

## 2. *Legal Capital* y tests de solvencia

Los detractores del capital social consideran que el elemento central del régimen alternativo de protección de los acreedores debería basarse en un *solvency test* sobre la base del cual deberían realizarse todo tipo de distribuciones a los accionistas en sustitución del balance de ejercicio, tradicional instrumento de medición del resultado susceptible de ser distribuido entre los socios, propio de los ordenamientos europeos<sup>90</sup>. Se parte de la base de que los acreedores, tanto actuales como futuros, confían más en la solvencia de la sociedad, constatada a través de determinados indicadores (*cash flow*, planes de negocios, capacidad crediticia, etc.), que en la existencia de una cierta cifra de capital, a la hora de valorar si su crédito será satisfecho como hacen, por ejemplo, las agencias de *rating*. A imitación de lo dispuesto en el RMBCA, el pago de dividendos u otras distribuciones a los accionistas, sea de forma directa o indirecta, debería quedar confiado a los administradores, los cuales, bajo su responsabilidad, tendrían que evaluar si, una vez realizada la distribución, se puede «esperar con suficiente certidumbre» que la sociedad tenga la suficiente liquidez para cumplir sus obligaciones y enjugar otras pérdidas de valor durante un lapso de tiempo razonable<sup>91</sup> teniendo en cuenta los beneficios que es capaz de generar en el curso ordinario de los negocios y no, por el contrario, los sucesos extraordinarios e imprevisibles<sup>92</sup>.

A diferencia del balance tradicional que suministra una imagen retrospectiva del patrimonio de la empresa, con el test de solvencia se atiende, como vimos, a la dimensión prospectiva o de futuro de la empresa valorando su eficiencia económica conforme a determinados parámetros que se consideran más fiables que los suministrados por el *balance sheet test* basado en el *legal capital*<sup>93</sup>. La visión asimétrica característica del *balance sheet test* en el tratamiento de los beneficios y las pérdidas (la influencia del principio de prudencia hace que los riesgos de pérdida deban ser

<sup>89</sup> Así lo ha sostenido E. FERRÁN, «The Place for Creditor Protection...», cit., p. 16.

<sup>90</sup> Así, J. RICKFORD (ed.), «Reforming Capital», *Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance*, cit., pp. 919 y ss.

<sup>91</sup> J. RICKFORD, «Legal Approaches in Restricting Distributions to Shareholders: Balance Sheet Tests and Solvency Test», en *EBOR* (7), 2006, p. 171.

<sup>92</sup> El *Interdisciplinary Group on Capital Maintenance* en su informe sobre «Reforming Capital», cit., p. 979, proponía que «the directors should be required to reach the view that *for the reasonably foreseeable future, taking account of the company's expected prospects in the ordinary course of business, it can reasonably be expected to meet its liabilities*. Thus normal trading assets, including future and contingent ones, should be allowed to be taken into account, but not extraordinary transactions». Vid. también L. ENRIQUES, «Capitale sociale, informazione contabile...», cit., p. 623.

<sup>93</sup> Acerca de los defectos del *balance sheet test* y su incapacidad para determinar la verdadera situación económica de la sociedad, vid. J. RICKFORD, «Legal Approaches to Restricting...», cit., pp. 140-171. También, L. ENRIQUES, «Capitale sociale, informazione contabile...», cit., p. 620. Argumentos a favor del mantenimiento del balance tradicional pueden leerse en José M.ª GONDRA ROMERO, «El nuevo rumbo del derecho de balances europe...», cit., pp. 37 y ss.



reflejados en el balance anticipadamente, cuando sean previsibles, y las oportunidades de ganancia sólo cuando se materialicen) es la que pretende corregirse tratando de forma simétrica tanto los riesgos como las oportunidades para dar una «verdadera y razonable visión» de la situación económica de la sociedad<sup>94</sup>. Una visión de «neutralidad» de lo reflejado en los libros que es también el principio que inspira las NIC/NIIF.

En consecuencia, la tendencia actual en Europa ya manifestada en el Informe Winter<sup>95</sup>, es proceder a la distribución de beneficios prescindiendo del enfoque restrictivo (actual) que relaciona los activos existentes con las obligaciones contraídas por la sociedad, basándose, en cambio, en la situación económica de la sociedad, en sus perspectivas de negocio y en sus estrategias empresariales, siguiendo de cerca el modelo del RMBCA norteamericano, a lo que, sin duda, contribuirá de forma decisiva la adopción de las nuevas normas de contabilidad. Ésta es, en principio, una idea atractiva, porque permite tener en cuenta la verdadera situación económico-financiera de la sociedad, que no siempre está bien reflejada en el balance convencional. Pero planteado el test de solvencia en estos términos se abren una serie de interrogantes acerca de cuestiones sustanciales que no están claramente resueltas (como no lo están tampoco en el Derecho norteamericano) y que, de adoptarse este sistema, sería conveniente esclarecer. Y ello porque el cambio de perspectiva implica tomar en consideración un importante número de factores que requieren hipotéticos juicios no siempre fáciles de establecer<sup>96</sup> y, sobre todo, no siempre fáciles de controlar.

Una de las cuestiones más relevantes a la hora de dilucidar la capacidad de una sociedad para hacer frente a sus deudas es, sin duda, la elección de un horizonte temporal para determinar la liquidez de la sociedad en términos de *cash-flow* y, por ende, la solvencia o no de la sociedad una vez realizada la distribución<sup>97</sup>. Ese horizonte temporal, como es lógico, tiene que ser limitado, ya que los administradores no pueden realizar predicciones a largo plazo, por lo que el mecanismo de protección de los acreedores se circunscribe, esencialmente, a las obligaciones a corto (o como mucho a medio) plazo que son las que puede esperarse razonablemente que sean cubiertas con los ingresos futuros. De hecho, en el Informe Winter el lapso temporal respecto al cual debía juzgarse la solvencia de la sociedad se fijaba en doce meses. Pero, a diferencia de esa propuesta en la que se exigía tener en cuenta también, junto al test

<sup>94</sup> J. RICKFORD, «Legal Approaches to Restricting...», cit., p. 171.

<sup>95</sup> Cap. IV, pp. 87-88.

<sup>96</sup> De la dificultad de realizar estas valoraciones ya alertaba F. DENOZZA, «Different Policies for Corporate Creditor Protection», en *EBOR* (7), 2006, pp. 409 y ss., pero 414, al señalar que «Primero de todo hemos de considerar que la evaluación ex post de la ex ante probabilidad de la capacidad de una sociedad para permanecer —o una vez más llegar a ser— solvente, puede implicar la toma en consideración de una innumerable serie de factores. Muchos de esos factores requieren hipotéticos juicios, como sucede en el caso de eventos positivos tomados en consideración en el momento en que la solvencia de la compañía fue establecida pero que de hecho no ocurrieron (nuevas aportaciones, posible renovación de las deudas, etc.) o el carácter previsible de otros eventos negativos que no habían sido tomados en consideración. En tal situación, la inexistencia de un bien definido umbral legal (como sucede en el sistema del neto con la relación entre el patrimonio neto y el capital), cualquier estándar inevitablemente es discutible y vago frente a las normas legales». En sentido semejante, W. SCHÖN, «Balance Sheet Test or Solvency Tests - or Both?», en *EBOR* 2006 (7), pp. 181 y ss., quien pone de manifiesto las diferentes consecuencias que puede traer consigo el que se adopte una visión optimista o pesimista a la hora de efectuar las valoraciones o el que se adopte un enfoque económico-empresarial o legal.

<sup>97</sup> W. SCHÖN, «Balance Sheet Tests...», cit., p. 189.

de liquidez, un *Balance Sheet test* o *Net Assets test* (redactado utilizando el criterio de empresa en funcionamiento o el de liquidación, según fuera la situación de la sociedad), y el mantenimiento de un cierto margen de solvencia (porcentaje de activo superior al pasivo, tras la distribución), que, en cierto modo, reproduce la función de «colchón» del capital, las propuestas inglesas más radicales, aun manteniendo el horizonte temporal de un año, prescinden por completo de estas cautelas, y se manifiestan abiertamente por un solo *solvency test*<sup>98</sup>, descartando la posibilidad de contar con un test adicional de activos netos. Y ello por considerar que tal test no añade nada al anterior y, además, porque con este test se tiende a hacer una mera aplicación mecánica del cálculo del valor de los activos netos, lo que puede llevar a resultados erróneos. Las cuentas y el informe anual deberían, en su conjunto, ser tomados en consideración por los administradores a la hora de redactar el certificado de solvencia de la sociedad, pero sin que el eventual déficit que pudieran arrojar las cuentas implicara la falta de solvencia de aquella y, por tanto, la imposibilidad de repartir dividendos. La existencia de un posible déficit patrimonial solamente acarrearía la obligación de explicar la razón por la cual, a pesar de él, se mantenía una visión positiva de la sociedad que permitía repartir dividendos o llevar a cabo otras distribuciones. Serían posibles, pues, los *nimble dividend* cuando a pesar de la existencia de una deficiencia técnica de activos en el momento de redactar el certificado de solvencia, la apreciación del valor conjunto de la empresa y de sus expectativas, permitiera concluir que es solvente. Asimismo, también se considera costoso e inútil, a los efectos de establecer el *solvency test*, un informe de auditoría obligatorio.

A la vista de estos planteamientos reduccionistas cabe preguntarse qué es lo que ocurre con las obligaciones a largo plazo, tales como los planes de pensiones de los empleados u otras semejantes<sup>99</sup>. Y ello porque «con un test de solvencia (en los términos que se acaban de indicar) no se comprueba si los activos «existentes» cubren las existentes obligaciones, ya que únicamente se confiere a los administradores la discrecionalidad para asumir que las existentes obligaciones serán cubiertas por los activos futuros y los beneficios acumulados de los que dependen las futuras operaciones de la sociedad»<sup>100</sup>. Es decir, las obligaciones contraídas a largo plazo tienen que ser pagadas con los beneficios futuros como cualquier otro coste en el que la sociedad pudiera haber incurrido en el curso de su actividad. De ahí que aunque se prevea que se deben tomar en consideración esas obligaciones a largo plazo, resulta difícil fijar un criterio fiable conforme al cual los administradores puedan determinar de manera razonable que esas obligaciones a largo plazo podrán ser satisfechas con los beneficios futuros<sup>101</sup>. Sería conveniente, pues, no sólo que se comprobaran el *cash flow* y las actuales perspectivas de negocio, en un lapso temporal limitado a doce meses, sino también que se arbitraran los medios necesarios que permitieran comprobar que igualmente las obligaciones a largo plazo podrían ser satisfechas.

<sup>98</sup> Vid. J. RICKFORD, «Reforming Capital», cit., pp. 979-980.

<sup>99</sup> Son ilustrativos al respecto los casos de AEG, uno de los más grandes fabricantes alemanes de productos electrónicos, de General Motors y de Delphi, en relación con los planes de pensiones de sus empleados, comentados por W. SCHÖN, «Balance Sheet Tests...», pp. 189-191.

<sup>100</sup> W. SCHÖN, «Balance Sheet Test...», cit., p. 190.

<sup>101</sup> Una amplia referencia a este problema, tanto en relación con el actual balance de ejercicio, como en relación a su contabilización bajo las normas internacionales de contabilidad y en relación al *solvency test* puede verse en W. SCHÖN, «Balance Sheet Test...», cit., pp. 190-193.

En este sentido, se ha propuesto combinar el test de solvencia con el tradicional sistema del patrimonio neto para verificar que las obligaciones a largo plazo están adecuadamente cubiertas por los activos existentes<sup>102</sup>. Y no sólo como una solución provisional destinada a hacer menos traumática la transición de un modelo imperativo (*legal rules*) a un modelo que permite a los particulares un margen de elección (*standards*), como ha sido sugerido para las empresas existentes<sup>103</sup>, dejando a éstas la elección del sistema al cual deben sujetarse, sino con carácter definitivo. Esta solución, semejante a la adoptada en Alemania en relación con las normas internacionales de contabilidad que permite a las sociedades presentar las cuentas con arreglo a las NIC/NIFF siempre que elaboren otras cuentas bajo los criterios tradicionales acogidos en el Código de Comercio, si bien puede resultar útil para garantizar el pago de las obligaciones a largo plazo, tiene el grave inconveniente de ser costosa en tiempo y en dinero, lo que la hace poco viable.

Sea como fuere, lo que parece cierto es que sustituir el sistema del *legal capital* con un simple test de solvencia no es suficiente, ya que, como hemos visto, el RMBCA no refleja en su integridad el modelo americano, sino solo una parte del mismo. Por eso, los legisladores europeos deben mirar más allá del Derecho de sociedades, ya que dismantelar el legal capital sin complementar el sistema con adicionales salvaguardas podrían hacer el Derecho europeo más permisivo que el norteamericano<sup>104</sup>.

De ahí que en toda esta materia deba procederse con sumo cuidado. Y uno de los aspectos que no deberían descuidarse es el relativo a la discrecionalidad de los administradores a la hora de determinar la solvencia de la sociedad, que es, desde luego, uno de los puntos clave de la cuestión, ya que los administradores pueden tener la tentación de dar una visión excesivamente optimista de la situación de la sociedad y de su capacidad para generar recursos que permitan satisfacer los créditos contraídos, lo que ahora puede ser más fácil con la incorporación de los nuevos criterios de contabilidad. Y es que si bien es cierto que, tanto con las NIC/NIFF como con los principios contables tradicionales, las normas de contabilidad permiten elecciones ampliamente discrecionales<sup>105</sup>, no puede negarse que esa discrecionalidad puede verse notablemente incrementada cuando se realiza un test *ad hoc* con valoraciones que no están ligadas a valoraciones anteriores reflejadas en las cuentas del último año.

### 3. *Legal capital* vs. Derecho concursal

A la vista de cuanto queda expuesto cabe preguntarse si existen razones suficientes para desechar totalmente el sistema del capital como fórmula para proteger a los acreedores sociales y sustituirle por otras técnicas de tutela alternativa iguales o semejantes a las existentes en el ordenamiento norteamericano. La respuesta a este interrogante no es fácil y requiere de un análisis profundo en términos de costes económicos y posibles beneficios que puedan derivarse de uno u otro planteamiento, que

<sup>102</sup> *Ibid.*, p. 196.

<sup>103</sup> L. ENRIQUES, «Capitale sociale, informazione contabile...», cit., p. 622.

<sup>104</sup> A. ENGERT, «Life Without Legal Capital...», cit., p. 52.

<sup>105</sup> L. ENRIQUES, «Capitale sociale, informazione contabile...», p. 624.

no es lugar ni momento de realizar aquí, pero lo que sí es posible es adelantar algunas breves reflexiones en relación con los argumentos esgrimidos para desechar el capital social como técnica de tutela de los acreedores.

Y la primera de ellas es que no parece que la discusión deba plantearse en términos absolutos de capital sí o capital no, ya que es posible que haciéndolo de esta forma se pierda de vista el núcleo del problema, que a mi juicio no es tanto si mantener el capital o dismantelarlo totalmente, como el de poder diseñar un sistema capaz de permitir una adecuada financiación de las sociedades sin descuidar la tutela de los acreedores, sea a través del Derecho de sociedades o sea a través de otros medios.

En efecto, si alguna experiencia práctica puede extraerse del ordenamiento norteamericano es precisamente que la abolición del capital social no es necesariamente la solución a todos los problemas. Como hemos visto, el mantenimiento del instituto del capital social en ordenamientos estatales como Delaware o New York no ha impedido que sea en estos Estados en los que mayor número de sociedades se constituyan y, sin embargo, que en aquellos otros que fueron pioneros en su abolición, como California, su sustitución por otros sistemas diferentes hayan llevado a iguales o mayores rigideces de las que se achacan al régimen del *legal capital*, como antes se indicó.

Es probable, por tanto, que el mantenimiento del capital abstractamente considerado no sea la única causa que impide o dificulta la constitución de sociedades y la posterior realización de operaciones de financiación, o que obstaculice el reparto de beneficios, sino la falta de flexibilidad de la normativa y su aplicación generalizada a todas las sociedades de capital, sean cotizadas, de grandes dimensiones, anónimas cerradas o de responsabilidad limitada, como sucede en la generalidad de los ordenamientos europeos y sustancialmente en el nuestro. Parece, pues, que desde la óptica del Derecho norteamericano no pueden sacarse conclusiones definitivas a favor o en contra del mantenimiento del capital<sup>106</sup>.

Por ello, es preferible, además de tener en cuenta los distintos tipos y subtipos de sociedades para juzgar la eficacia de las técnicas de protección de los acreedores, más que mirar a uno u otro sistema, establecer cuál es el grado de flexibilidad que se quiere imprimir a la normativa societaria e íntimamente ligado con ello establecer cuál es el nivel de autonomía que se quiere reservar a los administradores para decidir acerca de las partes del patrimonio social que son susceptibles de restitución a los socios y la responsabilidad que a ellos se les va a exigir, que es lo que, en definitiva, existe en los ordenamientos estatales norteamericanos, tanto en los que mantienen el capital social como en los que lo han eliminado, ya que en todos ellos el único límite a las posibles distribuciones es la insolvencia<sup>107</sup>.

Esta cuestión lleva inexorablemente a plantearse las relaciones que deben existir entre el derecho de sociedades y el derecho concursal y en qué medida éste debe sustituir a aquél en la función de tutela de los acreedores. Y ello porque, efectivamente, la insolvencia es la situación en la que los acreedores dejarán de percibir el importe (al menos íntegro) de sus créditos.

<sup>106</sup> En el mismo sentido, A. ENGERT, «Life without Legal Capital...», cit., p. 52.

<sup>107</sup> En el mismo sentido, MIOLA, «Il sistema del capital sociales...», cit., p. 1268.

En ordenamientos como el norteamericano en el que, como hemos visto, se otorga un amplio margen de discrecionalidad a los administradores a la hora de proceder a las distribuciones a los accionistas, es a través del Derecho concursal como se controla esa política de distribuciones mediante un control *ex post* en un procedimiento de insolvencia en el que los tribunales realizan un enfoque retrospectivo del análisis de las perspectivas de negocio presentadas por los administradores cuando tomaron la decisión de proceder a las distribuciones en el período previo a la crisis de la sociedad, mientras que, como ya se ha dicho, en los ordenamientos europeos el control se realiza *ex ante* sobre la base del capital social, que se utiliza como mecanismo de retención de activos en garantía de la satisfacción de los acreedores. Pero a este control se suma también un control *ex post* por la vía del Derecho concursal, lo que, quizás, podría constituir una sobreprotección de los acreedores en detrimento de la financiación de la sociedad y de la adecuada remuneración de los inversores. Se produciría, así, un desequilibrio entre la tutela de los intereses de los acreedores y la de los intereses de los inversores a favor claramente de los primeros.

Éste es el caso del Derecho español, en el que a la responsabilidad de los administradores por las deudas sociales por no promover la disolución de la sociedad en caso de pérdidas cualificadas [arts. 260.4 y 262.4 y 5 LSA y 104.1.c) y 105.4 y 5 LSRL], se añade una responsabilidad concursal. No sólo se impone a los administradores la obligación de solicitar la declaración de concurso (arts. 3 y 5 LC), sino que se les hace responder de forma más agravada, si el concurso es declarado culpable (art. 172.2 y 3 LC), ya que a la responsabilidad por los daños causados se suma, en determinadas circunstancias, la responsabilidad sancionatoria contemplada en el art. 172.3 de la Ley Concursal, lo que va más allá de la exigencia de responsabilidad contra los administradores de sociedades insolventes en ordenamientos como el del Reino Unido (*wrongful trading*) y USA que se han considerados paradigmáticos en este sentido o de la clásica acción de cobertura del pasivo (*comblement du passif*) francesa.

A esta exigencia de responsabilidad ha de añadirse el hecho de que en nuestro ordenamiento concursal también se contempla la subordinación de créditos de las personas especialmente relacionadas con el deudor entre las que se encuentran los socios titulares de una participación superior al 5 o 10 por 100 del capital, según se trate o no de una sociedad cotizada (arts. 92.5 y 93.2.1.º LC) y los propios administradores de derecho o de hecho, así como los apoderados con poderes generales de la empresa y quienes lo hubieren sido dentro de los dos años anteriores a la declaración de concurso (art. 93.2.2.º) y se tutela a los acreedores extracontractuales dotándoles de un derecho de preferencia en el cobro, lo que forma parte de un régimen alternativo de protección de los acreedores.

Desde esta perspectiva, pues, se ha señalado que el Derecho de sociedades y, en concreto, las normas sobre el mantenimiento o la conservación del capital deben ser contempladas como una parte solamente del entero sistema de protección de los acreedores en el que también se incluye el derecho concursal<sup>108</sup>.

<sup>108</sup> J. RICKFORD, «Legal Approaches to Restricting...», cit., p. 139. En el mismo sentido ya el Informe Winter, cit., cap. IV, p. 86.

## V. CONCLUSIONES

Como se ha visto, son muchas y complejas las cuestiones que se debaten actualmente en Europa en torno al capital social y a su posible sustitución por otro sistema diferente. Y como en toda polémica compleja es difícil terciar de forma decidida a favor de una u otra de las posturas enfrentadas. Y ello porque, como tantas veces sucede, no existe un sistema que sea intrínsecamente bueno o intrínsecamente malo, sino que cualquier alternativa que se considere siempre tiene ventajas e inconvenientes.

No se pueden ignorar los inconvenientes o las dificultades que plantea el sistema del capital social, pero ese reconocimiento no puede llevar a magnificar los sistemas alternativos que, como se ha visto, también plantean problemas y por ello no son perfectos<sup>109</sup>. Las objeciones planteadas en torno a la conservación del instituto del capital social son, desde luego, opinables, pero de lo que no cabe duda es de que tanto los argumentos a favor como en contra de su mantenimiento, así como, en su caso, la decisión acerca de conservar una regulación imperativa o simplemente dispositiva de su disciplina, deben ser debidamente contrastados con evidencias empíricas que permitan enjuiciar efectivamente que las ventajas son superiores a los inconvenientes que la implantación de un sistema alternativo comportaría<sup>110</sup>. Y no sólo en términos económicos<sup>111</sup>, sino también en términos de seguridad jurídica para socios y acreedores.

Y es que, aunque el capital social no proporcione una satisfactoria información acerca de la solvencia de la sociedad y, por ello, no represente una eficaz prevención de las crisis empresariales (lo que tampoco garantiza un sistema alternativo como el que más atrás se examinó), lo cierto es que algunos análisis económicos apuntan a que el concepto jurídico del capital social sigue siendo relevante en los mercados de capitales, los cuales discriminan a favor de las reglas tradicionales del capital social<sup>112</sup>, por lo que se hace preciso constatar hasta qué punto puede ser positivo prescindir del capital.

Y esa constatación debe hacerse teniendo en cuenta, como se ha dicho anteriormente, que no todas las sociedades son iguales y que tampoco lo son los acreedores, por lo que no puede haber una solución universal para todos<sup>113</sup> y que tampoco puede eliminarse totalmente el riesgo de insolvencia. De ahí que el análisis debería realizarse teniendo en cuenta los distintos tipos de sociedades, sus dimensiones y el recurso o no al mercado financiero, así como las clases de acreedores.

<sup>109</sup> En el mismo sentido, M. LUTTER, «Gesetzliches Garantiekapital als Problem europäischer und deutscher Rechtspolitik», en *AG*, 1998, pp. 375 y ss., quien señala que no existe ningún sistema que presente sólo ventajas o sólo inconvenientes.

<sup>110</sup> Así también M. MIOLA, «Il sistema del capitale sociale...», cit., p. 1308.

<sup>111</sup> Como indica G. PORTALE, «Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata», cit., p. 34, nota 51, el propio KÜBLER parece admitir que el cambio del sistema del capital social a otro distinto basado en el modelo americano podría generar elevados costes, lo que, como es obvio, diluiría las posibles ventajas.

<sup>112</sup> C. PETERSON y N. W. HAWKER, «Does Corporate Law Matter? Legal Capital Restrictions in Stock Distributions», en *Akron L. Rev.*, 1997-1998, pp. 250 y ss.; L. FERNÁNDEZ DEL POZO, «Aplicación de resultados y defensa del capital social. De nuevo sobre la crisis (presunta) de la noción de capital social», en *Rev. Gen. Der.*, 1996, p. 8573.

<sup>113</sup> En el mismo sentido, M. MIOLA, «Il sistema del capitale sociale...», cit., p. 1214.

En cualquier caso, y teniendo presente que es necesario lograr un adecuado equilibrio entre el interés de los socios a obtener un rendimiento adecuado por su inversión, contribuyendo así al desarrollo económico y, por tanto, al bienestar colectivo, y el de los acreedores a ver satisfechos sus créditos<sup>114</sup>, el cual hasta ahora venía confiado al Derecho de sociedades a través del conjunto de la disciplina del capital social, ha de verse cómo puede lograrse ese equilibrio a través de otros medios diferentes.

Parece oportuno, pues, que el legislador europeo y, en su caso, el español, tenga claro (habida cuenta de que el cambio del sistema del capital social a otro alternativo se perfila como una opción conferida a los Estados miembros), de qué intereses debe hacerse cargo el Derecho de sociedades o, dicho en otros términos, se interrogue acerca de si el Derecho de sociedades debe seguir utilizándose como instrumento de protección de los acreedores a través de la disciplina del capital y, hasta que punto, o, contrariamente, si la tutela de los acreedores debe obtenerse por otras vías distintas. O, lo que es lo mismo, habría de plantearse de forma clara cuál es el papel que el Derecho de sociedades debe desempeñar en relación con la protección de los acreedores dentro de un marco flexible que permita la competitividad de las empresas y qué estrategias regulatorias deben emplearse<sup>115</sup>.

Y para ello el sistema del capital social debe ponerse en relación con las varias técnicas de tutela que el ordenamiento jurídico ofrece a los acreedores, comprobando su mayor o menor conveniencia y grado de satisfacción, así como la posibilidad de su utilización alternativa o superpuesta, porque tan indeseable es ofrecer a los acreedores muy poca protección como establecer demasiada, es decir, enfatizar los intereses de los acreedores a expensas de otros interesados<sup>116</sup>.

<sup>114</sup> J. RICKFORD, «Reforming Capital», cit., p. 967.

<sup>115</sup> En el mismo sentido, E. FERRÁN, «The place for creditor...», cit., p. 3.

<sup>116</sup> J. ARMOUR, «Legal Capital...», cit., p. 5.

